全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



费希尔投资系列



《纽约时报》畅销书作者肯·费希尔作序

深入剖析全球非必需消费品投资领域，包括汽车、耐用消费品及服务、零售业、媒体业

自上而下分析法，助你在非必需消费品板块做出更加明智的投资决策

五步法，帮你识别最具潜力的公司

非必需消费品投资

[美] 埃里克·雷诺
安德鲁·S·托伊费尔◎著
李凤 黄世强◎译

Discretionary Consumer Investment





中信出版社·CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Discretionary Consumer Investment

非必需消费品投资

[美] 埃里克·雷诺
安德鲁·S·托伊费尔◎著
李凤 黄世强◎译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

非必需消费品投资/（美）雷诺，（美）托伊费尔著；李凤，黄世强译．—北京：中信出版社，2011.4

书名原文：Fisher Investments™ on Consumer Discretionary

ISBN 978-7-5086-2682-6

Ⅰ．非…　Ⅱ．①雷…　②托…　③李…　④黄…　Ⅲ．消费资料—投资　Ⅳ．F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 025735 号

Fisher Investments on Consumer Discretionary by Fisher Investments with Erik Renaud and Andrew S. Teufel

Copyright © 2009 by Fisher Investments.

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2011 by China CITIC Press

All rights reserved. This translation published under license.

非必需消费品投资

FEIBIXU XIAOFEIPIN TOUZI

著　　者：［美］埃里克·雷诺　安德鲁·S·托伊费尔

译　　者：李　凤　黄世强

策划推广：中信出版社（China CITIC Press）

出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座　邮编　100029）

（CITIC Publishing Group）

承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司

开　　本：787mm×1092mm　1/16　　印　　张：11.25　　字　　数：135 千字

版　　次：2011 年 4 月第 1 版　　印　　次：2011 年 4 月第 1 次印刷

京权图字：01-2010-5774

书　　号：ISBN 978-7-5086-2682-6/F·2259

定　　价：32.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。　　服务热线：010-84849283

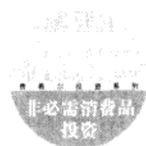
http://www.publish.citic.com　　服务传真：010-84849000

E-mail:sales@citicpub.com

author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序言



本书是费希尔投资出版社（第一家出版商为资金管理人的出版社）与约翰威立出版有限公司合作出版的投资指南系列丛书中的第7本。在分析能源、材料、必需消费品、医疗保健、工业等标准投资板块或者其他投资领域和类别时，这些指南书可以给读者提供一种实用的自上而下的投资策略。本系列丛书可以说是相互独立的，因为每本书都详尽地介绍了读者感兴趣的一类行业。读者也可以将本系列丛书当做全面分析资本市场的自学教程。

本书重点阐述的是非必需消费品板块的投资问题。根据摩根士丹利所有国家指数（MSCI ACWI）的数据，这一板块目前占据全球股市的9%。一提到非必需消费品，人们可能马上会联想到奢侈品、小轿车、餐馆、高档度假场所等。确实如此，但是这一板块所涵盖的行业比这广泛得多，比如制造和经营纺织品的服装公司、汽车零件公司、重型机床公司、建筑材料公司，甚至某些重工业。

以上行业的最大特点是，它们均生产消费者想特别购买的某类物品，而必需消费品行业所生产的是消费者必需的物品。但这一特点并非完全适用于各种情况，本书会为你讲解如何区分。总体而言，消费者支出比大多数人所认为的要稳定，只是必需品的支出比非必需品更稳定。因此，非必需消费品板块的经济敏感度更强，而必需消费品板块则相对较弱。

但这绝对不是仅仅把握经济循环周期这么简单（把握经济周期其实也不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简单）。首先，这个板块太宽泛了，其中某些行业对经济表现得更为敏感。要想在该领域投资成功，你必须懂得非必需消费品板块中各个行业及其子行业的重要驱动因素是什么——这些在本书中都能找到答案。在世界经济看似萧条，人们难以想象会有人花钱买豪华游轮、买车、买珠宝的时候，非必需消费品类股票却开始飞涨，这都是很正常的，因为股市是预期性的，而非滞后性的，这一点你必须牢记于心。

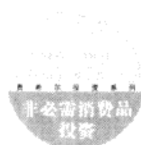
仅仅因为非必需消费品行业比必需消费品或其他行业的经济敏感度要强些，就认为投资非必需消费品行业更冒险，或者投资收益要么非常好，要么非常差，这种看法是不对的。金融理论认为，在足够长的时间内，所有种类的股票的收益都应该相差无几，即使其中短期走势大相径庭。因此在足够长的时间内，供给的增加或减少（这跟投资银行生产纸币又销毁纸币差不多）最终会使各种股票的收益趋同。短期需求往往驱使股价上涨，但从长期（看似相当长但实际并不是很长）来看，那类股票的供给会超过其需求。这就是一个好的投资组合要广泛多样化的原因，也是本书乃至本系列丛书能够让读者学会更好地投资的原因。

本书不会提供2011 年、2018 年甚至2035 年的热门股——这些都是虚无飘渺的。如果有人这么做，那他很可能是在推销一件对你不利的产品。相反，我们要提供一种切实可行的、经得起反复检验的投资准则，让投资非必需消费品板块的投资者获得更多的盈利机会。值得一提的是，本书所展示的投资方法还适用于所有板块及更广泛的市场，让你的整个投资生涯都受益匪浅。祝大家好运，旅程愉快！

肯·费希尔
费希尔投资公司首席执行官
《福布斯》投资战略专栏作家
《纽约时报》畅销书《致富的十条路》《投资最重要的三个问题》的作者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言



《费希尔投资系列》旨在为个人投资者、有抱负的投资专家，以及广大学子提供一种理解和分析投资机会——主要是全球股票投资——的必要工具。

该系列中的每本指导书都遵循自上而下的投资方法，它们都是通俗易懂的启蒙读物，能够帮助读者了解全球股票市场中的经济行业、区域和其他组成部分。而本书特别关注于非必需消费品领域，其基本的投资分析方法适用于全球股票市场的任何板块，无论当前的宏观经济环境如何。

为什么采用自上而下的方法呢？大量实证表明，与个股相比，高层次（即宏观的）投资决策是投资组合表现的更为重要的驱动因素。也就是说，投资者在选定股票之前，如果能够确定股票比其他投资方式（如债券或现金）更好，然后再前瞻性地从各类股票当中选择出表现最有可能好的一类，那他肯定会大大受益。

比如说，在 1998 年和 1999 年，由于当时投资者都热捧所谓的“新经济”，科技板块的股票行情猛涨。然而，到了 2000 ~ 2002 年，他们很可能输得一败涂地。这难道是因为他们在 1998 年和 1999 年的时候更聪明些？还是他们的分析能力变糟了？都不大可能。主要是因为 90 年代末的股票（尤其是美国科技股）整体走势很好，而进入新世纪后却变得一塌糊涂。换句话说，相对于挑选个股，运用“自上而下”的方法来分析更广泛的经济面，才是把握市场走势的关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书可以帮助你做“自上而下”的投资决策，特别是在非必需消费品板块。它还会告诉你如何判断最佳投资时间、该板块哪个行业及其子行业表现更为出色，以及单只股票在不同的环境中是怎样盈利的。全球非必需消费品板块纷繁复杂，涵盖了许多子行业和不同特点的国家。运用本书的投资分析方法，你可以更好地了解这些不同点，捕捉良机，避免重大失误。

本书涉及全世界范围内的非必需消费品投资。大多数美国投资者通常在美国国内的证券市场中进行投资，却忽略了美国证券市场的规模还不到全球证券市场的一半——50%以上的投资机会都在国外。但由于美国是世界最大的消费市场，而且占去世界非必需消费品股市的最大份额，所以你会发现本书比投资系列中的另外几本书更侧重美国。不过，非必需消费品公司可能在全球范围内都有经营业务，而且其国外市场正方兴未艾。鉴于其广阔的市场前进和多样化的地域经营，投资者在投资非必需消费品板块时要放眼全球。

如何使用本书

本书分为三部分。第一部分是“非必需消费品入门”，主要介绍重要的板块基础知识以及非必需消费品板块的宏观驱动因素。我们讨论的宏观因素包括消费者支出、收入和就业，解释如何在不同的宏观经济条件和行业特征下进行投资获利。我们还会讨论影响该板块的其他驱动因素，这些因素最终将推动非必需消费品股价上涨。

此外，第一部分还会介绍现代非必需消费品板块的历史发展情况。讨论的内容包括美洲殖民地早期的贸易关系，工业革命是如何大幅提高我们的可支配收入的，以及这反过来又如何滋生了我们今天熟知的非必需消费品行业。

第二部分是“下一步：非必需消费品详解”。我们将带你走进全球非必需消费品板块的投资世界，向你介绍其多样化的组成部分。非必需消费品板块多种多样，这使得整个分析更具挑战性，同时也增加了寻找成功投资机会和有利可图市场的可能性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前，非必需消费品板块有12个行业。我们将向你详细展示该板块的主要行业，包括行业和业务描述，运营模式介绍，以及它们如何获利——这将帮助你判断出哪个行业今后最有可能表现出色（或表现糟糕）。第二部分还提到一个案例，讨论了巴西成功进行金融自由化之后，信用贷款为这种新兴市场带来的巨大生机。

第三部分是“像投资组合经理人一样思考”，详细介绍了自上而下的投资方法以及股票分析。你将学会如何提出重要的问题，比如：研究零售公司和汽车公司时要考虑的最重要的因素是什么？最大的风险和禁忌是什么？本书提供了一个五步法，帮助你识别那些最有可能表现超群的公司。我们还讨论了一些投资策略，可以帮助决定何时以及如何重仓投资该板块的特定行业。

注意，本部分的策略都是特意从宏观层面讨论的，以便你无论碰到何种经济形势，都可以从本书中寻求指导。但是，我们不可能涉及每一种市场状况，也无法说出市场随着时间的推移会发生怎样的变化。制定投资组合策略时还应该考虑许多其他因素，包括个人投资目标、时间跨度以及其他一些仅适用于你个人的因素。因此，不要只依赖于书中提到的策略或者忠告——这些也未必总是适用。相反，本书旨在提供一般性的投资指导，帮助你进行批判性的思考，而不仅仅局限于非必需消费品板块。

此外，本书并不是挑选“正确”的非必需消费品股票的一颗“灵丹妙药”。所谓“正确”的非必需消费品股票，是根据不同时期不同情况而不同。本书提供的是理解这一板块及其行业的一个思想框架，你可以据此灵活应对，探寻尚未被市场发现的信息。此书不会推荐任何股票，不会提供买卖目标价位，甚至不会谈及现在是否是投资非必需消费品板块的大好时机。此书旨在提供一种帮助你作出投资决策的工具，无论是现在还是将来。我们最终的目标是教你一种可以反复使用的成功投资理念。尽情享受吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致谢



没有哪本书是单靠一两个人就能完成的。我们在此要向众多同事和伙伴致以衷心的感谢，感谢他们为本书面世所作出的努力。

首先，要感谢肯·费希尔给予这次出书的宝贵机会。同时，还要感谢杰夫·西尔克一直以来的鼓励，感谢其他许多给予帮助的费希尔投资公司的同事。

其次，要特别感谢劳拉·霍夫曼和迈克尔·汉森。在本书的酝酿到成型的整个过程中，他们都给予了悉心的指导，并对书稿进行了修订。伊芙琳·切亚在引文来源以及其他原稿细节上提供了宝贵的帮助，在此表示特别感谢。感谢莱拉·阿米里为本书及封面提供的有价值的图表。还要感谢卡米尔·扎尼泽、丹·辛顿和约翰·赫尔维克，他们在埃里克忙于撰写本书时，帮他完成了全职研究任务。当然，如果没有费希尔投资出版社作者们的指导和建议，本书的撰写不可能这么顺畅，这些作者包括迈克尔·肯尼维特、艾伦·阿泽尔顿、布拉德·派尔斯、马特·施拉德、布伦丹·厄恩以及奥斯汀·弗雷泽。还要特别感谢费希尔投资出版社的创始团队——马克·哈伯曼、莫莉·莱恩斯奇和法布里齐奥·奥纳尼。

当然，如果没有数据提供商汤森路透和全球金融数据公司的特别允许，本书也无法完成，在此向他们表示诚挚的谢意。同时，还要感谢威立团队的支持与指导，特别是劳拉·沃尔什和凯利·奥康纳。

最后，埃里克要感谢他的家人给予的关爱和支持，特别是老埃里克·雷诺、珍妮弗·雷诺、露西尔·雷诺鲁伊斯、杰拉德·鲁伊斯以及丹尼尔·雷诺。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



序言 / Ⅶ

前言 / Ⅸ

致谢 / ⅩⅢ

|第一部分| 非必需消费品入门

第一章 非必需消费品基础 / 3

非必需消费品 101 / 4

开始了解非必需消费品板块 / 13

第二章 非必需消费品板块简史 / 17

美国最早期的消费者 / 17

现代非必需消费品板块的诞生 / 21

第三章 非必需消费品板块的驱动因素 / 31

经济驱动因素 / 32

政治驱动因素 / 44

情绪因素 / 49

|第二部分| 下一步：非必需消费品详解

第四章 非必需消费品板块细分 / 55

全球行业分类标准（GICS）/ 55

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球非必需消费品基准 / 57
汽车及零配件行业组 / 62
零售行业组 / 67
媒体行业组 / 71
耐用消费品和服装行业组 / 76
消费者服务行业组 / 81

第五章 非必需消费品板块面临的挑战 / 85
挑战一：成熟市场中不断增长的利润 / 85
挑战二：管理需求波动性 / 95
个案研究：卡拉威尔高尔夫公司 / 100

第六章 家庭债务——神话和机会 / 104
发达市场的家庭债务——一个非常有用的工具 / 105
新兴市场的巨大机会 / 110
个案研究：巴西信用贷款驱动的消费繁荣 / 111

第三部分 像投资组合经理人一样思考

第七章 自上而下分析法 / 121
投资是一门科学 / 121
爱因斯坦的大脑与股市 / 122
自上而下分析法 / 124
自上而下分析法解析 / 129
根据非必需消费品基准进行管理 / 136

第八章 证券分析 / 141
作出你的选择 / 142

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五步法 / 143
必须要问的问题 / 150

第九章 **非必需消费品投资策略** / 154
策略一：在行业和子行业层面增加价值 / 154
策略二：在证券层面增加价值 / 160
策略三：在非必需消费品板块的低迷时期增加价值 / 160
如何实施你的策略 / 161

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1

Consumer Discretionary

费 希 尔 投 资 系 列

第一部分

非必需消费品入门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章
非必需消费品基础

无论你是一个高贵的社会名流，还是一个蓝领机械师，非必需消费品（Consumer Discretionary）板块在你的日常生活中都发挥着重要的作用。如何发挥作用呢？提到非必需消费品，你可能会马上联想到高档珠宝、豪华游轮、昂贵电子产品，以及其他高价奢侈品——那些东西确实属于非必需消费品，但是这个领域的范畴远远不限于此。例如，单单是购买并阅读这本书的过程中，就可能涉及许多由非必需消费品公司所提供的商品和服务。你很可能是从某家书店（一家专业零售公司）购买了本书。你也许开着车（由汽车制造商生产）前往书店，并在去（回来）的路上停在某家酒店、餐厅或休闲会所享用了一杯咖啡。或许，你现在正舒适地斜躺在一张躺椅上翻阅本书，或正通过一款新的掌上电子阅读器浏览本书（躺椅与电子阅读器都是由家庭耐用品公司制造），而本书本身又是由约翰威立出版社（媒体公司）出版。这些行业仅仅是非必需消费品板块中的冰山一角。

尽管以上提到的都是非必需消费品板块的典型例子，不过还是有必要重述一下这个板块所广泛涵盖的行业。汽车制造商、住宅建筑商、运动器材生产商、酒店开发经营商、广告代理商、报纸发行商、邮轮公司、汽车经销商、零售网站、百货公司和美容沙龙，这些都属于非必需消费品公司。换句话说，这个板块比你想象的更加多样化。

本章将向你介绍非必需消费品板块及其五大行业分类。读完本章之后，你将非常了解该板块的情况——知道如何识别其构成，懂得到底是什么使得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家公司成为非必需消费品板块中的一分子。

非必需消费品 101

总体而言，非必需消费品板块占到全球股票价值的 8.8%，略小于必需消费品板块（参见表 1－1）。但这个数据并非一成不变，所有的板块比重都会随着人们喜好的变化而变化，其股票价格也会随之起伏。

表 1－1　MSCI ACWI 板块比重统计

板　块	比重（%）
金融	20.2
能源	12.0
电子信息	11.8
工业	9.9
必需消费品	9.8
医疗	9.7
非必需消费品	**8.8**
材料	7.6
电信服务	5.3
公共事业	4.9

资料来源：汤森路透，截至 2009 年 6 月 30 日

弹性与非弹性

在这本书里，我们会经常提及一项产品具有弹性或不具有弹性，或者说这项产品的需求具有弹性或不具有弹性。这是什么意思呢？顾名思义，弹性需求可以快速拉升，也可以迅速萎缩，而非弹性需求则保持稳定。这一特征正是非必需消费品企业与必需消费品企业之间的关键差别。当社会兴盛、经济高涨、收入增加时，人们倾向于购买价格更贵的商品，享受豪华假日，消费高级餐厅等。这将提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升非必需消费品企业的盈利能力，并且通常会转化为推动股价上涨的原动力。但是当经济放缓或陷入衰退时，对此类消费品的需求就会迅速萎缩。这常常又会降低非必需消费品企业的收益，并使其股价下跌。

与之相反，必需消费品的需求通常不具有弹性。无论经济状况好坏与否，人们仍然要刷牙洗脸，购买基本食物。如果经济高涨，人们不会因此购买更多的牙膏；而当经济低迷时，人们也不会减少此类开支（或者至少不是大幅减少）。也就是说，需求是稳定的，即非弹性的。一些更不具有弹性的板块有时也被称为“防御型”板块，因为它们经常在熊市或整个市场萎靡不振时相对表现更好。

非必需消费品板块并非一个大板块，但是该板块的公司却呈现出广泛的多样性。有人可能会问：“报纸发行商与游轮公司有何相同之处？为什么将它们划为同一板块？”或许还会问：“那香烟与啤酒呢？它们应该算是非必需消费品吧？”甚至还会问：“必需消费品与非必需消费品到底有什么不同呢？”为了解答这些疑惑，我们先从几个定义开始。

误导性的名称

第一个词“消费者”（Consumer）很简单——如果你曾经买过什么东西，那你就是一个消费者（注意，这里的定义通常不包括商业性购买）。从另一个角度看，如果制造一件产品是为了某人的“最终”使用，它就是一件消费品（Consumer Good）。为企业所制造的产品通常被称为“资本产品”或“企业产品”，因为它们在使用过程中被用于制造其他产品。

第二个词“选择性”（Discretionary），在字典中其定义是指基于个人特权所作出的某项选择（即“需要之物”与“想要之物”）。基础食品、房屋和服装是人们最必需的，而其他大多数物品都可以被归为“想要之物”，或者“选择之物”。在此定义之下，餐厅（食物）、住宅建筑商（住房）、成衣制造商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（服装）似乎更应该被归类为必需消费品公司，而不是非必需消费品公司，因为它们所提供的产品都是必需品。类似地，香烟与酒类可能被认为是非必需消费品，因为它们显然不是日常生活所必需的。

然而，餐厅、住宅建筑商和成衣制造商都属于非必需消费品板块，而烟酒类生产商则被划为必需消费品板块（更详细的内容请参见本系列丛书中的《必需消费品投资》一书），这看上去似乎不合逻辑（至少乍一看是如此）。因此，为了理解如何识别一家非必需消费品企业，我们最好明确此类企业的共同特征。一般来说，非必需消费品板块的公司都具有：

- 经济敏感性。
- 与股市大盘走势的高度相关性。
- 对消费者观点的敏感性。

相关系数和可决系数

很少有人愿意再回头去看统计学基础，但本书主要依靠相关系数和可决系数（R^2）来衡量某种关系的强度。我们将跳过复杂的数学计算，通过对这些测量指标的定性描述来进行简单说明和解释。相关系数体现了两个或多个变量之间的定向关系，取值范围为 -1.0 到 1.0。相关系数非常接近 1.0，意味着两个变量之间有很强的正相关性——它们同时发生变动，并且变动的幅度相同；相关系数接近于 -1.0，则意味着两个变量之间有很强的负相关性——当一个变量下降时，另一个变量则上升；相关系数接近 0，意味着两者无关——它们的变动完全独立，且没有明确的模式。

但要小心！相关系数不代表因果关系，只简单地告诉我们变量之间的变动关系。变量之间总是存在相关性——但这并不意味着是一个变量引起其他变量的变动。当你遇到两个变量存在高度相关性时——正相关或负相关，你要弄清楚这个关系是否有意义，并试着找出产生这种联系的根本原因。许多相关系数只是巧合，而不是有因果关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可决系数（R^2），是另一种有用的衡量方法，它会告诉你一个变量的变化能在多大程度上用其他变量的变化来解释。它等于相关系数的平方。可决系数的取值范围是从0到1.0，越接近1.0表明关系越强。一般来说，如果可决系数在0.5以上（因变量的变动有一半可以用自变量的变动来解释），这就是一个相当合理的关系。

经济敏感性

一个健康的、不断发展的经济对于非必需消费品板块来说非常重要。个人消费支出（PCE，也被称为消费者支出）是推动非必需消费品股票需求的关键因素，大概占到了国内生产总值（GDP）的70%[①]——我们在第三章会有更详细的阐述。

记住，并不是所有的支出都流向了非必需消费品公司所提供的商品和服务。总支出的大部分——2009年约为66%——流向了服务业，包括医疗保健、金融服务等。还有相当一部分流向了必需消费品板块。只有近12%的支出流向了耐用品，而耐用品对非必需消费品公司的影响是最直接的（尽管有些重复的支出，第三章会有深入的讨论）。因此，全球GDP的大部分都是由消费者支出引起的。非必需消费品分析的目标，就是了解影响非必需消费品股票的最重要的因素。

不过，大多数非必需消费品公司还是能从整个强大的消费环境中获益。例如，当个人收入和支出较高或不断增长时，消费者去餐馆吃饭的次数通常会变得更加频繁——这属于非必需消费品板块。然而，他们没有必要去超市（必需消费品公司）再买一块面包。这就是为什么餐饮包括在非必需消费品板块，而杂货店不属于这个板块的原因。

① 资料来源：经济研究局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

啤酒经济

当经济不景气，失业率上升时，酒的销量将发生怎样的变化呢？普遍认为，在经济萧条时期，消费者可能会因失业或者对经济状况的悲观而痛饮来麻醉自己。这看上去是合情合理的——没有多少人会认为在历经艰难岁月后喝些烈酒是有问题的。但倘若如此，我们将看到酒的销量和经济增长之间呈现出负相关性，并且这种负相关性是具有意义的。换句话说，当经济下降时，酒的销量将增加。但是，酒的销量和经济增长并没有表现出显著的关系（见图 1－1）。

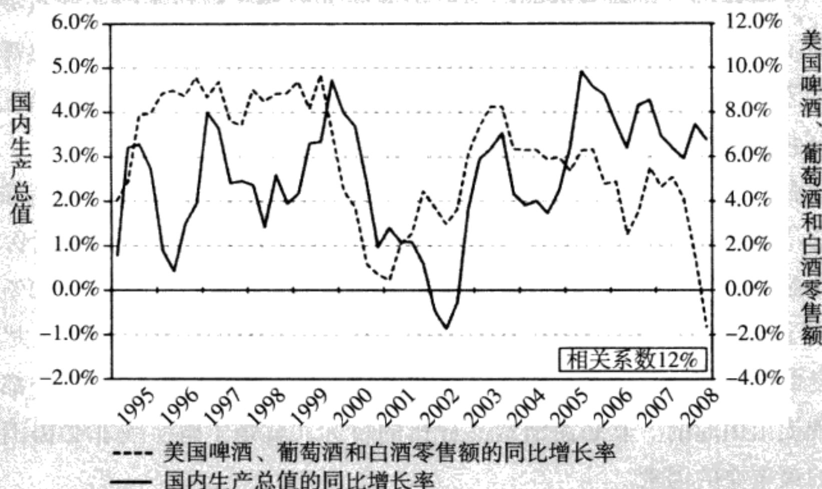


图 1－1 GDP 与美国啤酒、葡萄酒和白酒零售额

资料来源：汤森路透

2008 年 5 月的尼尔森调查表明，80% 的受访者表示他们在经济不景气时不会改变其喝酒习惯。简单地说，豪饮是一种相对便宜的放纵方式，而经济无论是增长或萎缩，对消费的影响都是最小的。记住，在非必需消费品板块，需求通常才是撬动经济增长的杠杆。既然经济和酒之间的联系没有意义，所以酒并不适用于非必需消费品板块。

资料来源：克里斯托弗·法雷尔，《经济趋势》，商业周刊（2001 年 11 月 12 日），《经济放缓对商店的酒类销量没有太大影响》，尼尔森（2008 年 6 月 3 日）；亚当·盖勒，《人们在经济萧条时期会喝酒消费》，美联社（2008 年 9 月 7 日）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当消费者消费时，绝大多数的经济都从中获益，反之亦然。这种关系是将非必需消费品板块和经济增长紧密联系起来的主要因素。图1－2描述了经济增长和非必需消费品板块股价表现的关系。你可以很清楚地看到，非必需消费品板块的股价会随着经济状况频繁地起伏。

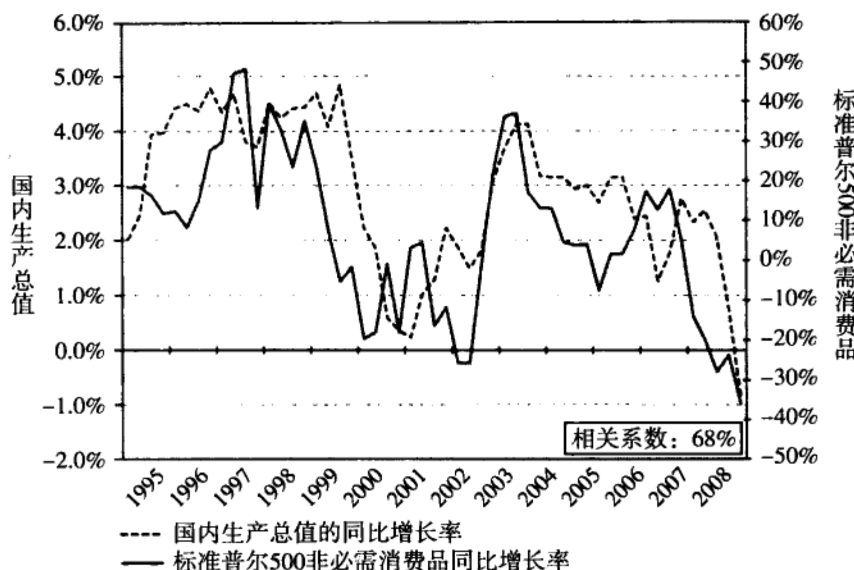


图1－2　GDP与标准普尔500非必需消费品

因为消费者支出在经济产出中所占比例如此之大，所以任何对非必需消费品板块的分析，都需要首先了解其组成部分和驱动因素。我们将在第三章详细分析这些影响因素。

高度相关性

除了被称为“巨大的羞辱者”（参见肯·费希尔的《投资最重要的三个问题》），股票市场也被称为“巨大的折扣商”，即对未来收益的打折。换句话说，当投资者对收益的预期增强时，大盘走势通常是向好的。当就业、工资和消费形势较好或持续增长的时候（这些条件同样有利于非必需消费品的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益），投资者常常看好未来的收益。因此，非必需消费品板块及其所属行业与大盘的表现有高度相关性。表1-2显示了截至2009年6月30日的10年间，标准普尔500指数与非必需消费品行业的相关系数。比较一下非必需消费品行业的相关系数和行业平均相关系数，可以看到非必需消费品板块的表现非常接近标准普尔500指数，尤其是比重最大的那个行业。

表1-2　高度相关性

行　业	相关系数	比重%
媒体	0.90	50.5
汽车	0.80	5.7
百货零售	0.76	16.2
经销商	0.77	1.3
专业零售	0.77	38.0
酒店、餐饮和娱乐	0.70	30.4
行业平均	0.62	N/A
网购和邮购零售	0.59	7.3
汽车零配件	0.59	3.8
纺织、服装和奢侈品	0.48	8.9
休闲设备及相关产品	0.44	2.3
家庭耐用品	0.35	7.0

资料来源：汤森路透，标准普尔500指数，截至2009年6月30日

视心情而定

非必需消费品板块股票表现的另一个共同特征是，消费者的情绪如何影响对公司商品和服务的需求。不管怎么说，心情好的消费者有利于经济发展。一个对经济前景表示乐观的消费者，比一个认为自己随时会面临失业的消费者更有可能买新车。然而，同一个消费者不至于仅仅因为喜得晋升或感觉工作安稳而多买一块面包。即使情绪不是一个根本的影响因素，但理解情绪如何影响对某种商品的需求，将有助于判断一家公司是否属于非必需消费品板块。

许多组织都会评估消费者情绪。美国咨商会、密歇根大学和ABC新闻/《华盛顿邮报》，各自都测量和公布了消费者信心指数及其衡量方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这三大调查机构采用不同的方法，并搜集不同的数据。例如，美国咨商会每周将调查5 000位房主，跟踪消费者对劳动力市场和经济的看法。这种方式几乎没有考虑住房支出预期。密歇根大学调查500位成人对金融和消费问题的预期。而ABC新闻/《华盛顿邮报》每周调查250个人对当前经济情况的看法。这些不同的方法形成了多种不同的指数，并且这些指数通常不能相提并论，很少被用来估计股市的未来表现。然而，这对理解情绪指数所传达的潜在信息是很重要的。

具有讽刺意味的是，尽管这些调查所测量的经济条件作用强大，但调查形成的指数与股市表现之间没有多大关系。例如，图1-3比较了美国咨商会对未来股市预期的调查结果与后市表现，其相关系数只有0.25。这不是说预期不重要——正相反，预期很重要。图1-4采用了相同的情绪数据，并把它们同当前的股市表现进行比较，其相关系数变得更大了，高达0.79。原因很简单：如果消费者预期未来12个月股价将上涨（或下跌），他们现在就会采取行动，而不是12个月后。

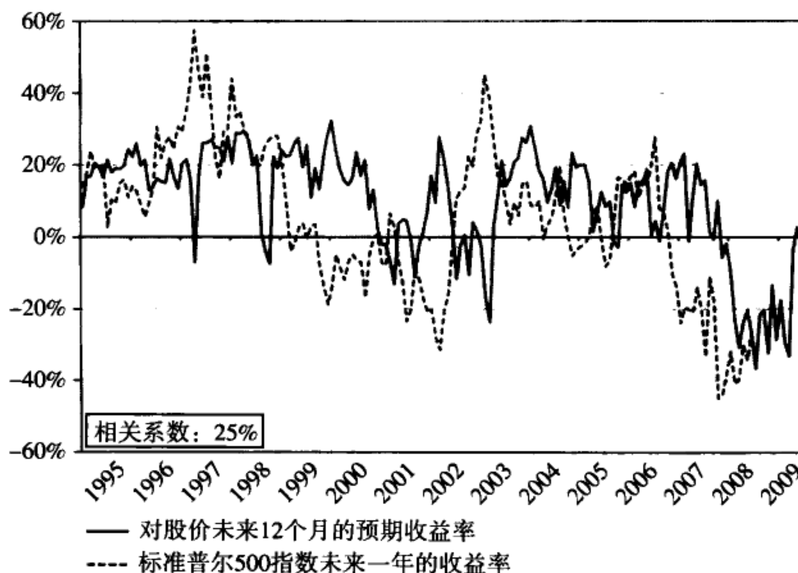


图1-3 美国咨商会调查的股市预期与标准普尔500指数的后市表现

资料来源：汤森路透

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管积极的情绪通常是消费者支出的有效标志，但将情绪当做一种预测工具往往是无效的。关键在于理解趋势（情绪的作用将在第三章进行深入讨论）。

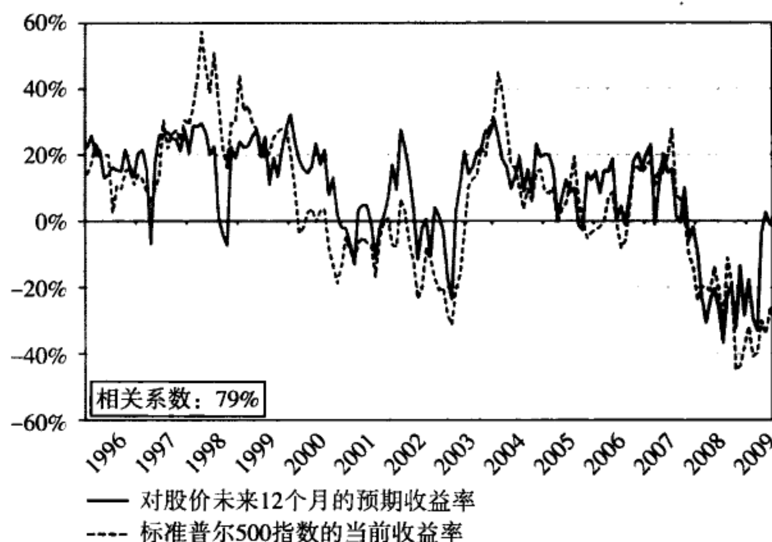


图 1－4　美国咨商会调查的股市预期与标准普尔 500 指数的当前收益

资料来源：汤森路透

黑色星期五

"黑色星期五"是感恩节后的第一天，也是假日购物季正式开始的日子。这一天通常被认为是当年最忙的购物日，零售商们一般会延长营业时间并大幅度降价，以吸引消费者进店购物。在电子表格致使手工编制利润表过时之前，会计人员常常用红色标记损失，用黑色标记利润。久而久之，"黑色星期五"因为其是当年零售商收回固定成本而进入盈利期的第一天而得名。

看上去很简单，但这个名字还有其他的解释，这要追溯到 1966 年和脾气暴躁的费城警察。由于当地警察总是抱怨严重的交通拥堵和拥挤的人行道，这一天开始被定为"黑色星期五"。这是指它带来的麻烦，而不是它创造的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，根据国际购物中心协会（--个行业贸易集团）的说法，黑色星期五往往并不是销售最旺的日子。圣诞节前的周末似乎有更高的销售额，这一天已经连续数次占据销售额前 10 名的位置。随着网络零售的增长，感恩节后的第一个星期一——“网购星期一”——的销售额也已经有显著的增长。最后，尽管假日购物季的利润通常为当年最高，但大多数零售商在整年都是有利可图的。

资料来源：美国方言学会，国际购物中心协会

开始了解非必需消费品板块

既然你已经知道了非必需消费品板块的一些共性，那么现在你就可以开始了解这个板块中的各个行业了。记住，这只是一个概览，第四章将对这些行业进行更深入的讨论。

汽车及零配件业

长期以来，汽车行业都是独创性和繁荣的象征。作为一种运输方式和全球经济体系基础生产的一个主要部分，汽车也是一种增长方式和财富的象征。汽车生产商和零配件供应商都包含在这个行业之中。

汽车生产商，也被称为原型设备制造商（OEM），主要生产供私人和商务使用的汽车。客车和轻型卡车是这些公司生产的主要车型。零配件生产商向汽车生产商供应从轮胎到音响再到安全气囊的各种零配件。

在经济增长强劲时期，由于可支配收入支撑着对新汽车（以及潜在的零配件）的购买，汽车需求变得旺盛。汽车需求的周期性可以被直观地理解。然而，收益的波动性可能相当大，因为汽车的固定生产成本非常高。一个产品的体积越大，价格越贵，而消费者对未来的经济前景非常消极，他（或她）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则越不可能购买该产品。因此，情绪对汽车需求具有很大的影响。

零售业

零售业可能是非必需消费品板块中大家最熟悉的行业。从家得宝到内曼·马库斯，从塔吉特到威廉姆斯·索洛马，零售业为消费者提供了许多日常用品。零售商有两种类型：百货零售商和专卖店。

百货零售商又被分为两种形式：百货商场和一般零售商。百货商场销售各种各样的商品，但主要集中于服装和化妆品。一般零售商则提供更广泛的商品，同时也包括某些必需消费品，如杂货。诺思通和梅西都是百货商场的例子，而塔吉特和凯马特是一般零售商。沃尔玛不包括在这个行业组里，因为它销售的很大一部分杂货缺乏经济敏感性。

专卖店主要销售一种商品。百思买和家得宝是很好的例子。百思买销售各种电子消费产品，而家得宝则专门销售家居用品。这些公司在某一类商品上提供了如此宽泛的选择，因此被誉为“品类杀手”，一般零售商在某类商品的整体销售上输给了这些专卖店。

在零售行业组中，消费者支出和购物情绪之间的联系是明显的。当消费者购买欲很强且情绪积极的时候，零售商通常能在更高的价位卖出更多的产品。正是由于这种关系，零售业与股市整体表现的相关系数在所有非必需消费品板块中位居前列。

媒体业

媒体行业包括广告业、出版和广播业、有线电视和卫星广播业、电影业和娱乐公司。这类公司创造并销售电影、电视节目、广告、书籍、报纸和音乐等，其收入主要来自广告、订阅费、书籍或杂志销售，以及票房收入。每一个子行业都有不同的收入渠道。例如，广播电台主要通过出售广告时段获得收入，而有线电视公司主要依靠每月的预定费获得收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些公司符合我们在本章开始所介绍的标准。具体地说，这类公司的收入是由广告需求和强劲的消费者支出带来的。一个增长的经济，支撑着广告需求和消费者支出。此外，其利润具有高度周期性。运营一份报纸或拍摄一部电影的固定成本是巨大的——在经济衰退期，获利能力迅速减弱。最后，当消费者情绪低落且不再消费时，广告的盈利能力也会减弱。这将降低广告需求，并减少公司利润。

耐用消费品业

顾名思义，这个行业为消费者生产能够持续使用的产品（“耐用”商品是指可持续使用三年以上的商品）。家电生产商、住宅建筑商、电子消费产品公司都被归于其中。

家电生产商制造各种商品，以满足人们新的需求和更新换代的需求。这些公司主要生产家电（冰箱、洗衣机）、小型家电（微波炉、烤面包机），以及家具（餐厅设备、卧室家具）。直观地，住宅建筑商在投资地皮和当地基础设施后开始修建房屋。电子消费产品公司制造电子产品，比如电视、家庭影院和音响，以及其他各种消费产品。

购置新住房后不久，许多消费者将添置新的家具和家庭影院设备。因为新房购买是由可支配收入的增长、经济扩张、优惠的贷款利率所驱动的，对耐用消费品的需求反过来又促进了经济的增长。庞大的固定成本——包括生产设备和研发费用——提供了重要的经营杠杆，并放大了盈利周期。因为耐用品通常是需要融资购买的大件商品，情绪和利率在驱动商品需求方面起到了举足轻重的作用。

消费者服务业

酒店、餐饮和娱乐业是该行业组的主要种类。酒店为休闲和商务旅客提供住宿。酒店有多种运营方式，包括所有权、管理权和专营权。在餐饮业中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定是拥有一家公司还是加盟连锁也很重要。娱乐业包括主题公园、游轮、旅游代理。这些公司向各种消费者提供住宿和规划服务。

商务活动和消费者支出是影响这些公司收入的主要因素，在经济扩张时它们能够获得强劲的收益增长，在经济下滑时收入则大幅降低。就像非必需消费品板块中的其他行业一样，旅游消费同样受到情绪的影响，因为对可能失业的预期通常会让家庭打消度假的念头。



本章回顾

到现在为止，你应该基本了解哪类公司组成了非必需消费品板块。了解这些公司的共同特性是理解这个板块的关键，也是这本书的基础。此外，你还应该熟悉该板块中所包含的公司类型，以及这些公司如何符合我们介绍过的区分标准。

- 非必需消费品板块是我们日常生活的一部分，但是区分哪些行业属于该板块，哪些行业不属于，可能有悖于我们的直觉。
- 这个板块可能波动剧烈，因为它对经济增长和消费者支出比较敏感。
- 非必需消费品和服务的需求，可能依赖于消费者的情绪。
- 有 5 种基本的非必需消费品股票：媒体、零售业、汽车、耐用消费品和消费者服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

非必需消费品板块简史

美国被称为消费大国是毋庸置疑的，其消费者支出高达美国经济产出的70%。但这并不只见于美国，消费历来都是推动世界经济发展的强劲动力。人类的消费及消费方式在塑造现代社会方面起到了举足轻重的作用。[①] 企业试图利用消费这种强大的经济推动力，于是斥巨资来满足消费者的需求，有时甚至创造一些需求。资本投入的结果是不仅创造了就业机会，而且还拉动了消费需求。

消费者的历史可以追溯到早期的罗马人，甚至美索不达米亚人。但是，在本书中，我们主要着眼于“现代”消费者的起源，尤其是在美国。因此，本书将以17世纪美国原住民与殖民者之间的贸易关系为出发点，进行消费者历史的讨论。这是一个重要的时期，不仅可以阐释早期经济，更为现代非必需消费品板块的发展提供了历史背景。

美国最早期的消费者

美国的消费史要追溯到20世纪80年代的“商场热”之前，20世纪20年

① 参见：Lawrence B. Glickman, *Consumer Society in American History: A Reader* (Cornell University Press, 1999).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代的家用电器革新之前，亨利·福特采用流水线批量生产汽车之前，甚至是工业革命之前。在美洲，我们可以追溯到1607年，即詹姆斯敦殖民地建立的时候，确切地说，是美国原住民作为精明的参与者出现在繁荣的全球贸易中的时候。

詹姆斯敦殖民地

哥伦布在圣萨尔瓦多登陆后，欧洲政府迅速在美洲这片富饶的土地上建立贸易站点，最后建立了殖民地。詹姆斯敦这个英国在美洲的殖民地，位于一块沼泽半岛上，没有淡水供应，并且远离大狩猎场。约翰·史密斯船长曾声称有近一半的殖民者都是“绅士”，不适合建立和维持一个自给自足的殖民地。殖民者历经了几次错误的开始，也曾几乎选择放弃，此后，背信弃义的政治之种拯救了詹姆斯敦。

烟草（特别是烤烟）是当时备受热捧而且利润颇高的一种经济作物。詹姆斯敦的殖民者约翰·罗尔夫冒着被处死的危险，从垄断烤烟的西班牙政府那里拿到了烤烟种子。[①] 两年之后，烟草就被大量出口到英格兰，詹姆斯敦因此成为该区域的主要殖民地。

在做烟草贸易之前，殖民者和他们的邻居——当地的波瓦坦部落——交易相对较少。殖民者的作物收成不好，曾试图与当地人做交易换取粮食，但是，他们发现自己没有什么东西可以用来和邻居进行交换。然而，与欧洲的烟草贸易给他们带来了足够的资本，以发展当地的制造业。于是，詹姆斯敦便开始了铁具、玻璃和纺织品的生产。尽管殖民者知道美国原住民对斧头、铰链、锥子等铁制工具有旺盛的需求，但是这些工具都无法让他们应对此后数十年的经济扩张。

---

① 参见：“A Brief History of Jamestown, Virginia,” Tobacco.org, http://www.tobacco.org/History/Jamestown.html(accessed December 10,2009).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国原住民——全球贸易者

提到毛皮贸易，人们通常会想到法国人，其实弗吉尼亚州早期的英国殖民者才是美洲大陆最大的毛皮贸易商——这得益于弗吉尼亚州原住民高超的捕猎能力。[①] 在17世纪早期，欧洲市场对毛皮的需求剧增，不断萎缩的欧洲牧场促进了美洲殖民地的毛皮出口经济。烟草利润和当地丰富的制造业产品为毛皮贸易提供了良好的基础，毛皮贸易随即在詹姆斯敦迅速扩大起来。

17世纪早期，美国原住民的人均财富迅速增长。[②] 1660～1700年，英国对北美的羊毛纺织品、银器、缝纫机等的出口量暴涨，这些产品很受美国原住民欢迎。但是，打猎毛皮不能有稳定的现金流——从委托狩猎方，到所捕猎的毛皮实现利润，这两者之间存在着滞后性。所以，猎人和贸易商只有寻求古老的“信用”办法来解决滞后问题。印第安人的现金流动问题被化解了，并刺激了由殖民者生产和（或）分配的非必需消费品的需求。

然而，经济发展从一开始就是按周期规律发展的。毛皮贸易利润在经历了高涨之后逐渐缩减。原住民为了还清大笔债务，开始将自己的狩猎场卖给农场主；一些部落出卖自己的劳动力；有些甚至向其债主发起战争，比如18世纪初的玛亚希战役。欧洲时尚趋势的变化和美洲毛皮产量的下降，意味着毛皮贸易已经不可能再像以前那样有利可图了。

美国和消费革命

为了寻求收购新的狩猎场地，英法两国的利益集团同时宣称对现在的俄亥俄州拥有所有权。竞争者之间的小规模冲突，引发了1754年法国和印第安

---

① 参见：Frank E. Grizzard and D. Boyd Smith, *Jamestown Colony: A Political, Social, and Cultural History* (ABC-CLIO, 2007).

② 参见：James Axtell, “The First Consumer Revolution,” in *Consumer Society in American History: A Reader* (Cornell University Press, 1999), 85.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的战争。英国派军队驻扎俄亥俄州，以保护他们的利益。在那里，英国本土来的军官和普通士兵也第一次见证了美洲殖民地在过去100年中的转变。这些殖民地不再是荒土边疆，而是变成了富裕农场主的丰腴种植园。但令英国人感到尤为惊讶的是中产阶级财富的剧增。英国迅速发现新世界的价值不仅仅在于它庞大的资源，还包括其富裕的消费者。

税收、联合抵制和茶叶事件

法国与印第安人的战争使英国的国家债务几乎翻了一番，从10年前的720亿美元增加到了1 290亿美元。* 为了筹款，英国国会决定从新兴的富裕殖民地那里增加政府收入，于是决定向殖民地的消费（从糖到邮票）征收各种税项。殖民地人民被激怒了。马萨诸塞州和纽约政府致函国会抗议新税，但无济于事。意识到政府的无能，殖民者找到了新的抵制方式——联合抵制。

殖民地人民集体拒绝购买英国商品。作为回应，英国开始对所有的法律文件、许可证、合同甚至遗嘱进行征税。对峙形势越来越紧张，殖民地人民烧毁了一名英国税吏的家，并恶意地向许多箱茶叶发泄他们的愤怒。不久，消费者的起义演变成了直接的战争，美国独立战争一触即发，一个新的国家诞生了——从某种意义来讲，这是消费者为了以更合理的价格买到更好的商品的意志所导致的。

---

* 参见："The Stamp Act," USHistory. org, http://www.ushistory.org/declaration/related/stampact.htm (accessed December 10, 2009).

工业革命和现代消费者

但此时，另一场革命正在酝酿之中。发明和机械化共同催生了工业革命，首先是在欧洲，再到美国。工业革命为此后几个世纪经济的迅猛发展奠定了基础。

在欧洲，粮食生产和纺织业是最早被机械化的。这带来了效率和产出的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大幅改进。利润开始激增，尤其是在英国。由于竞争优势依赖于专利设计，英国制定了严格的法律来限制熟练劳动力的输出。人们可以去英国的繁华的新工厂参观，但不允许记笔记，因为厂家和政治家们都意识到抄袭将吞噬其技术进步所创造的价值。

但是，没有秘密可以被永远保守。奥利弗·埃文斯和伊莱·惠特尼是最早使劳动密集型产业机械化的美国发明家之一。奥利弗·埃文斯设计出了第一台半自动水力谷物磨粉机。伊莱·惠特尼设计出了轧棉机（一种去除原棉种子的机器），他的发明使得精选棉花的手工劳动减少了50倍，南方农民的利润飞速增长。这些发明及其带来的高利润开始受到重视。1860～1890年，有超过40万项专利被批准。①

随着工业化的发展，就业率也迅速上升。农业改良导致大量的农民工涌向城市中心。1870～1890年，制造业、运输业、公共事业单位和建筑行业的就业人数增加了1倍以上。② 与此同时，谋求工作（肯定还有找寻自由和追求幸福）的欧洲移民浪潮，使得美国人口增加了1倍多——从1860年的3 150万增加到1900年的7 610万。③ 廉价的生产成本和日益增长的工人阶级催生了一大批新的行业，其中许多已经发展为现代非必需消费品板块的一部分。

现代非必需消费品板块的诞生

快速的工业化进程，促进了越来越快的技术进步和总财富增加。随着财富的增加，新兴的中产阶级对新商品和服务的需求也呈爆炸式增长。下面5个组成现代非必需消费品板块的行业，每个都可以追溯到工业革命时期，这些行业包括：

---

① 参见：Sean Cashman, *America in the Gilded Age*, 3rd ed. (New York: NYU Press, 1993), 1.
② 同上。
③ 资料来源：美国金融数据公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 媒体业。
- 零售业。
- 汽车及零配件业。
- 耐用消费品和服装业。
- 消费者服务业。

媒体业

19 世纪的媒体主要是报纸和书籍，但到 19 世纪末，广告和电影开始被纳入其中。报纸和书籍以某种形式已经存在了几个世纪，最早可以追溯到尤利乌斯·恺撒创办的《每日纪闻》，或者可能更早。但其普及程度、产量和发行量的迅速增加，还是始于 19 世纪运输手段和印刷技术的进步。

全面了解它——欣欣向荣的报业

在独立战争结束时，美国只有 43 家报纸。到 1814 年，增加到 346 家。到 1830 年，随着造纸技术和印刷技术的进步，出版商对每份报纸可以只收一分钱。这种“一分钱报纸”的成功促使了报纸的普及。到 19 世纪末，报纸种类达到了上千种。与此同时，像威廉·伦道夫·赫斯特这样的媒体巨头开始考虑如何巩固这个分散的行业。

除了印刷技术的突破，其他创新也促进了该行业的发展。从前，是信鸽将消息从欧洲的其他地方传到法国。而在 1851 年，是电报将英国和欧洲大陆联系起来，这使得国外的消息可以迅速传到英国。

好莱坞之前的电影

胶片技术的进步催生了另一种基于内容的行业——电影。单次曝光的相机已经存在了若干年。早在 19 世纪中期的最初创新，是通过投影透镜将静态图像逐张滑动，使人产生图像移动的假象。但连续的高质量图像的曝光是非常耗时的过程，一系列连续的照片仍然使电影看起来不太真实。

1899 年，美国发明家乔治·伊斯曼和汉尼巴尔·古德温发明了革命性的新型照相机。通过将快速曝光的胶片连接到赛璐珞条上，他们的相机可以拍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出稳定连续的图片，并保存在附带的胶卷里。几年后，托马斯·爱迪生和他的助手威廉·迪克森发明了现代电影放映机的前身。他们的发明（活动电影放映机）利用背光和放大镜，将一卷胶片投影到电影屏幕墙上。这项发明使得更多的观众能接触到电影，也为电影放映技术的进一步发展拉开了序幕。

美国的首部大型电影是在 1903 年上映的一部 10 分钟的无声电影《火车大劫案》（*The Great Train Robbery*）。1926 年，时代华纳推出了第一部有声电影《爵士歌手》（*The Jazz Singer*），电影一上映便取得了成功。接下来的几十年，电影制片厂不断增加的利润带动了胶片、音质、剧情、摄影等方面的不断创新。与此同时，不断的创新也降低了电影业的进入门槛。到第二次世界大战时期，电影行业一直在全球范围内给人们提供便宜的娱乐，至今仍然如此。

零售业

零售业的出现基于一个简单而古老的前提：卖价要大于成本。这不是一个创新观点，但在工业革命期间它发生了变革创新。

首先，随着农业和制造业生产技术的进步，商店的商品供给种类不断增多，价格也相应降低了。其次，运输业的发展使得商品可以运送到更远的地方。到 19 世纪 30 年代，大批的商品通过铁路在城市之间运输，有史以来，波士顿生产的产品可以在数天之内到达萨凡纳。

但美国是一个幅员辽阔、跨度很大的国家。小贩出身的乡村商店老板阿龙·蒙哥马利·沃德找到了一种销售方式，可以让最偏远的地方变成一个消费重镇。得益于铁路，更多的资本投入到了出版和快递技术的突破上，沃德意识到他应该通过远距销售直接将产品卖给顾客，进而削弱他面临的竞争。他无须在本地拥有一家店铺，只需一个邮寄地址即可。虽然他不是第一个通过邮购销售商品的人（本杰明·富兰克林在 1744 年就发出了第一份邮寄商品），但可以说他是第一个在批量销售方面做得非常成功的人。

蒙哥马利·沃德邮购销售的成功，促使当时许多百货公司进行了革新。这些百货公司位于闹市区，并且主要销售干货。到 19 世纪晚期，美国的百货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司开始将沃德的邮购方式与法国类似的独特经营相结合。法国人阿里斯蒂德·布西科在 1838 年创办了好商佳。他强调，在商店里应该提供更丰富的商品，而不是简单的生活必需品。他鼓励顾客来参观店铺，即使有些顾客可能什么也不买。他的商品价格都是固定的，这就避免了讨价还价。现在，“购物”仍然是一项兼具娱乐性的活动，正如布西科先生之前所设想的那样。

汽车及零配件业

从 1206 年发明家加扎里第一次描述出早期的内燃机，到工业革命时期，人们的出行方式取得了很大的进展。加扎里首次描述出通过曲轴和连杆将垂直活塞运动转换成旋转力。在此后几百年里，发明家试验了各种燃料，比如火药、氢气，但大多以失败告终，一直到德国发明家尼古拉斯·奥托在 1876 年设计出世界上第一台四冲程发动机。四冲程循环从根本上提高了内燃机的功率，这是因为它能够对进入的空气和燃料进行压缩，今天大多数引擎仍在沿用这一原理。

到 19 世纪，汽车行业的创新发展更为迅速。戴姆勒、迈巴赫、奔驰等这些如今被大家所熟知的品牌，都对汽车革命作出了贡献。但由于滞后的道路和加油站等基础设施建设，汽车大规模普及还存在着巨大的障碍。不过更重要的是，大多数人觉得汽车成本太高，这也难怪，因为那时的汽车大多是手工打造，一次只能生产一辆。

1894 年，奔驰公司开始将奔驰 Velo 进行标准化的批量生产。这种进步给市场带来了大量的竞争者，包括标致、奥兹汽车公司（后来的奥兹莫比尔）、杜里埃电动机车公司和底特律汽车公司（后来的凯迪拉克）。

1903 年，亨利·福特创立了福特汽车公司，并取得了一些初步成果。但他的声名远扬来自一次福特员工参观屠宰场。在那里，单个工人重复切片的高效率工作引起了一名福特员工的注意。不久，福特公司的工程师开发了一种“流水线”生产方式，零件通过传送带从一个员工传递到下一个员工。每个工人只负责单一的任务，如安装一面镜子或散热器的软管。这种生产方式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加上冶金的技术革命，使得福特制造T型车的生产能力大幅提高。

福特T型汽车的制造，第一次使用了标准化配件、重量更轻的金属以及流水线生产方式。最早的模型生产于1908年，卖到了825美元（相当于现在的20 000美元）。到1914年，福特的汽车工厂平均每93分钟就能生产出一辆汽车。[①]

很快，社会和基础设施建设开始追赶上汽车技术，如暖气、音响、防冻技术的改进以及四轮制动的引入。另外，汽车贸易量的增加和汽车的普及促进了全国公路的建设，并使得1956年《联邦资助公路法案》得以通过。该法案旨在建立州际公路系统。社会很快注意到汽车从奢侈品向必需品的转变。可驾车入内的餐馆、郊区的发展、汽车旅馆和高速公路的发展，都源于快速增长的汽车行业。20世纪50年代出现了第一条安全带，到60年代，大多数汽车上都安装了安全带。10年后，克莱斯勒首次引进了安全气囊，进一步加强了汽车的安全性。

几十年来，汽车创新不断加速。车载计算机、更高的安全性功能、更快的生产时间和新的管理理念层出不穷。尽管美国曾经是世界的汽车工厂（现在仍然是生产卡车和多功能运动车的主力军），但管理上的失误、工会的苛刻要求、燃料效率法规和国外汽车创新的竞争，致使美国丧失了领先位置。随着两大老牌汽车制造商——通用和克莱斯勒——于2009年进行了破产重组，再加上更严格的道路排放规定，美国汽车制造业可能再也无法回到之前的领先位置，但美国的其他市场仍然有许多创新可以弥补它。

耐用消费品和服装业

现代耐用消费品行业范围广泛，住宅建筑业、家电制造业、工具制造业、纺织品制造业、电子消费产品，都是其中的组成部分。将纺织制造机械化彻底改变了早期的服装行业。然而，对整个行业乃至整个工业经济都具有影响力的创新是可换零件的引入。

---

① 参见：*The Kingfisher History Encyclopedia*，Part 20（Oxford University Press，2004），382.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纺织业转型

在18世纪早期，英国经济主要依赖纺织品制造业——羊毛产品出口占了GDP的大部分。但羊毛纺织品制造业是劳动密集型产业。早期的创新，如1733年的飞梭，通过增加布匹的宽度从而增加了布匹的产量。

随后，细纱机以及利用水力和蒸汽驱动发动机的创新，极大地促进了纱线的生产。纺织创新首先在英国拉开帷幕，却是美国发明家伊莱·惠特尼发明的轧棉机加快了轧棉速度（大约50倍）。产量的提高加上与日俱增的需求，创造了近一个世纪的利润猛增。后来，发达国家因生产成本上升而更倾向于将生产外包出去。今天，大部分美国纺织品制造主要依靠东南亚的工厂。

可换零件

纺织品制造业是工业革命的先行者，然而最有影响力的创新不是工具本身，而是方法的创新。在18世纪，枪是由枪匠逐个制造的。同一把枪需要几个工人去生产。只有一把完成了，他们才会从头开始打造另一把。由于每把枪都是独一无二的，维修也常常变得非常麻烦（损坏的枪必须要运到枪匠那进行维修），以至于很多坏的枪常常被直接丢弃了。

18世纪初，枪匠奥诺·布兰克从钟表匠那里得到启示：如果能用尺寸和样式相同的零部件制造枪的话，他将能迅速完成组装及维修。这种新思维很快改变了几乎所有行业的制造方法。

然而，大部分备用的标准化组件仍然是手工生产，缺乏一种标准零配件机械化的生产方式，直到西蒙·罗斯利用伊莱·惠特尼发明的磨粉机对生产武器的金属配件进行标准化生产。这种方法引发了20世纪80年代的大规模生产。具备了生产相同零配件的能力后，人们就可以用仪表和卡尺制定和衡量间距和偏差了。这些创新创造了所有种类的消费品进行规模生产的条件，大大降低了缝纫机、打印机、小引擎以及其他需要精密制造的产品的生产成本。

事实上，许多在标准化生产的早期创新者成为了如今最大的工具制造商。史丹利最开始是生产标准化的门螺丝。百得发明了世界上第一台便携式手电钻。布朗—夏普公司发明了美国第一台铣床，如今成为了海克斯康测量公司的一部分。海克斯康测量公司是制造精密测量工具的全球龙头企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工具和零配件的标准化，使得人们以前无法享用的各种消费品成为可能。洗衣机、吸尘器、电冰箱都是19世纪末的发明。家电制造商美泰克（Maytag）、胡佛（Hoover）、惠而浦和通用电气公司，都在19世纪末和20世纪初有了自己的家电发明。有趣的是，这些公司在那个时期的发展都是由电力公司提供的经费。因为电力公司发现，通过帮助制造商开发家电市场，能源需求的增加将为扩大新电网提供资金来源。

家电和房市的繁荣

当然，生产创新和市场营销不是驱动家电需求增加的唯一因素。人口增长和越来越多的低价房催生了更多的家庭，这是驱动家电需求增加的关键因素。住宅建筑的大部分历史，遵循了工业革命刺激下的发展趋势。运输、技术和工业（公路和铁路、蒸汽机、电、钢铁生产以及更好的建筑方法）的革新，使得房屋建造越来越便宜和容易，同时也更适宜居住。尽管套型住宅的建设是一项古老的做法，但现代建筑工业还是从重大的技术突破和19、20世纪政府对住宅建筑的支持中找到了发展根基。

可以说，西尔斯是当时最早的住房建筑商之一。这家已经颇为成功的邮购业务公司最薄弱的邮购销售项目之一就是建筑材料。西尔斯的一位管理人员弗兰克·库舍尔向理查德·西尔斯建议，公司应该销售“整套房屋”：直接向顾客运输预制的、标准化组件，顾客可以按照说明进行安装。尽管不是首个邮寄整套房屋的公司（1906年阿拉丁公司第一次采用这种方式），但由于其已有的邮购业务，西尔斯在市场上占据了重要的一席之地。西尔斯估计，其标准化的材料可以节约木匠40%的房屋组装时间。得益于巨大的采购规模，其可变成本能够低于同行。再加上对沥青板瓦和石膏板等新发明的利用，以及雄厚的资金实力，西尔斯确实具有超越同行的竞争优势。但是最终，西尔斯成为了宽松的信贷政策和大萧条的受害者。从1908年开始已经销售了超过10万套房屋，但在1940年西尔斯被挤出了住宅建筑业。[①]

---

① 参见："History of Sears Modern Homes," Sears, http://www.searsarchives.com/homes/history.htm (accessed December 10, 2009).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由《军人安置法案》推动的第二次世界大战后的经济扩张，促进了住房建筑行业的巨大发展。随着美国士兵从战场上回国和美国退伍军人事务部向1940年之前回国的士兵发放房屋贷款，住房建设量从1944年的14.2万套增加到1948年的120万套仅仅花了4年时间。[①] 随着家庭住房的不断增加，家电销售也在不断扩张。

除了针对退伍军人的宽松贷款政策，婴儿潮亦全面来临，1957年的出生人口达到430万的顶峰值。越来越便宜的运输，加上诸如美国房屋和城市发展部的政府方案，只能助长房市的火暴。1970年建立的联邦家庭住房贷款抵押公司（房地美）提高了银行的放贷能力，促进了房屋购买的繁荣。1987年，美国建成了第1亿套房屋。今天，相较于全国住宅建筑商，地方住宅建筑商占有全国近70%的住房。

消费者服务业

现代消费者服务业包括旅游（游轮公司和旅行社）、住宿（酒店和汽车旅馆）、餐饮（快餐和全套服务）。现代消费者服务业还包括一些特殊消费者服务（理发店、美容沙龙、纳税服务，甚至殡仪馆）。但这里主要介绍酒店、餐饮和娱乐业。

旅游业是一个古老的行业。工业革命时期，旅游业得到迅速发展。由于旅游者需要住宿，所以酒店业在那时也发展迅速。1794年开业的纽约城市酒店，被认为是美国第一家现代酒店。这是第一家只提供住宿的企业，其73个客房迎合了纽约迅速膨胀的人口和经济。[②] 许多企业家也采用了这种模式。到1829年，世界上第一家豪华酒店是位于波士顿的Tremont House，它所提供的服务包括包间、免费肥皂、清水、专职服务员以及美味佳肴。

第一家商务酒店出现在20世纪早期，此时酒店仍然由独立的商人所有和

---

① 参见："NAHB History Timeline," National Association of Home Builders, http://www.nahb.org/NAHB_History/historytimeline.html (accessed December 10, 2009).

② 资料来源：美国国税局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运营。美国许多著名的酒店也出现在这个时期，包括芝加哥希尔顿大酒店、沃尔多夫阿斯托里亚酒店和宾夕法尼亚酒店。酒店业的大规模扩张发生在20世纪50年代到60年代，这也是特许经营方式流行的时期。已建立起品牌的经营者，将他们公司的品牌特许给现有的独立经营者，从而获取一部分酒店利润。这使得公司不需投入大量资本就可以扩大其酒店规模。

消费者服务业的最后一个子行业是餐饮业。随着19世纪末工业革命的全面展开，工人们需要更快、更经济实惠的用餐方式。1872年，“午餐车”的理念开始流行。这种“午餐车”上放着各种各样已经做好的或将要做好的食物。

弗雷德·哈维在得知火车上的旅客在中途车站通常只有20分钟的时间吃饭之后，便在铁路沿线设立了餐馆。这个餐馆可以在20分钟内给整列火车的旅客提供足够的食物。他的餐馆被称为“哈维房子”，是第一家现代快餐厅，并在1946年茱蒂·嘉兰主演的音乐剧 *The Harvey Girls* 中成为经典。

随着铁路和高速公路铺满全国各地，“快餐”理念也得到了认可。怀特·卡索改进了“哈维房子”，一方面向旅途中的驾车人士销售微型汉堡，一方面又发明新产品，如抗压盒子。1921年，一家名为 JG Kirby 的糖果批发商发明了免下车服务窗口。该公司声称：“有车一族是如此慵懒，以至于他们不愿意下车吃饭。”① 于是，现代快餐业诞生了。

今天，大多数人都接触过快餐业巨头麦当劳。麦当劳公司1940年成立于加利福尼亚的圣比拿迪卢，现在它已经是世界上最大的餐饮公司。在看到沿途特许经营餐馆的兴起后，一个叫雷·克罗克的销售员致电麦当劳公司总部，于1954年第一次购买了麦当劳的特许经营权。依靠特许经营迅速扩大业务，克罗克在1961年买下了麦当劳兄弟的全部股份，并基本维持了原有的经营业务。通过低价销售经典款汉堡和油炸食品以及严格的质量保证，克罗克进一步巩固了麦当劳的市场地位。麦当劳的经营策略是保证美国明尼苏达州的巨

---

① 参见：Lawrence Herzog, “Remembering the Drive-In Restaurant,” *Edmonton Real Estate Weekly*, February 14, 2008, 16.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无霸跟凤凰城的巨无霸味道一样。克罗克购买的时机是完美的。国家资助的公路建设带来了充足的交通流量，这为快餐业的快速发展提供了保障。麦当劳的成功也为快餐业带来了新的竞争者，例如塔可钟（Taco Bell）、卡乐星（Carl's Jr.）和汉堡王（Burger King）。



本章回顾

随着工业革命带来的财富扩张，消费者对消费品的需求也不断增加。生产效率的提高使得消费品更容易被消费者购买，并为现代非必需消费品板块中大多数行业的建立奠定了基础。

- 工业革命在降低产品价格和促进经济发展的同时，丰富了各种消费品的可选种类。
- 大多数现代非必需消费品板块的行业，都是在19世纪末20世纪初建立起来的。许多以消费者为中心的传统企业也受益于新技术。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

非必需消费品板块的驱动因素

本章将介绍非必需消费品板块最重要的宏观驱动因素。这些因素被归结为三大类，你可以用它们去检验该板块的前景预测。

- 经济驱动因素。
- 政治驱动因素。
- 情绪驱动因素。

首先我们将分析对非必需消费品板块影响最深的经济驱动因素。为了方便阐述，大部分讨论都集中在美国，但原理适用于任何国家。幸运的是，今天，对于其他大多数发达国家甚至许多新兴国家而言，用以了解美国股市驱动因素的相同（或类似）分析方法都可以信手拈来。人们很容易就可以查到英国、德国、日本等国的国内生产总值（GDP）数据。许多组织，如国际货币基金组织、经济合作与发展组织，都在收集全球经济数据，并在网站上免费公布。

另外，由于非必须消费品板块内涵丰富，本章仅仅讨论影响整个板块的驱动因素。具体的行业驱动因素将在第四章讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济驱动因素

宏观经济指数掌握着经济的脉搏。无论公布的是非农就业率、耐用品订单量和利率，还是国内生产总值，这些数据都很重要，因为它们反映出整个经济的运行状况。这些数据可能并不容易解读，但理解经济数据与非必需消费品板块表现之间的关系至关重要。对非必需消费品板块最有意义的经济驱动因素包括：

- 消费者支出。
- 收入和就业。
- 经济增长。
- 利率。
- 汇率。

尽管影响非必需消费品板块的因素远不止这些，但总体而言，以上面列出的最为重要。至于这些因素是如何影响非必需消费品板块的，这还要取决于其他的经济情况。简单地说，没有一个驱动因素是单独起作用的。无论研究哪个板块的驱动因素，都需要将它们放到整个大经济背景下进行。

可以说，对非必需消费品板块最有影响力的因素也许是消费者支出。但消费者支出本身是由就业和工资增长驱动的，就业和工资增长又是由经济增长驱动的。此外，利率和币值波动也对非必需消费品的股价有重要影响。

通常情况下，对于大多数对经济敏感并富有弹性需求的行业而言，其最重要的驱动因素都是经济增长。但由于消费者支出对非必需消费品板块至关重要，并且直接影响到非必需消费品企业，所以我们的研究将从消费者支出开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伟大的贴现者

本章的图例展示了我们反复提及的一个重要现象——股市行情是基于对明天的预期，而不是基于当前状况。比如图 3－1，你会注意到，消费者支出似乎滞后于行业表现。这是因为投资者对消费者支出的趋势做了预期，并对其打了折扣。投资者是如何做的呢？我们将按照本书（尤其是本章）列出的合乎逻辑（但不一定与直觉相符）的步骤进行分析。投资者会考虑当前的经济状况，并结合历史趋势，从而判断出消费者支出的走向，最终得出他们的预期将如何影响非必需消费品的盈利及股价——这就是本书的目标所在。

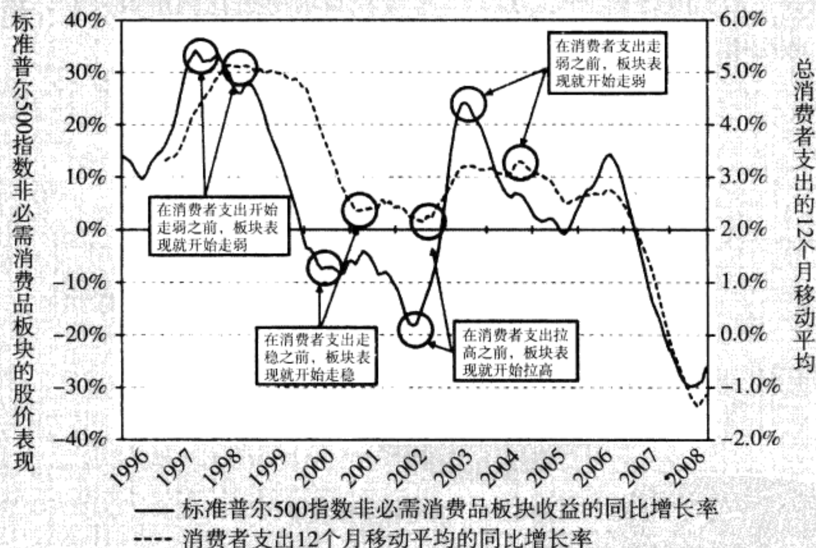


图 3－1 非必需消费品板块表现领先于消费者支出

资料来源：经济研究局，汤森路透，截至 2009 年 6 月 30 日

消费者支出

并非所有的消费者支出都有着同样的效应。经济研究局公布了消费者支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出的季度数据，并将其划分为三类：

- 耐用品。
- 非耐用品。
- 服务业。

无论哪种消费支出，都会影响到非必需消费品板块。耐用品被设计为供消费者使用3年以上的商品，如汽车、洗衣机、电视和工具；非耐用消费品被设计为使用期限在3年以下的商品，包括食品和服装。服务业又包括医疗保健、教育、贷款服务和酒店。图3－2列出了耐用品、非耐用品及服务在整个消费者支出中的比重。可以看到，服务业目前所占比例是最大的，达到了66%，非耐用品和耐用品分别占22%和12%。

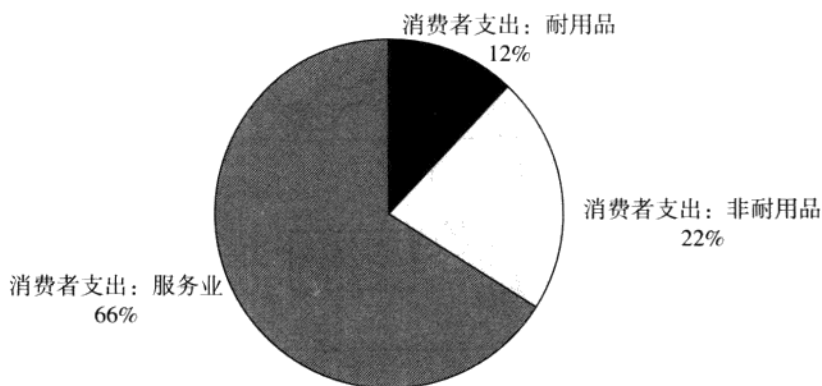


图3－2 消费者支出构成

资料来源：经济研究局、汤森路透，截至2009年6月15日

历史表明，不同类型的消费者支出对各个行业有着不同的影响。因此，有必要将消费者支出分成不同的类型。

但为了更好地理解消费是如何影响非必需消费品板块或其他板块的，首先需要纠正一个关于消费者支出的误解。许多人认为，消费者支出非常不稳定，因为消费者支出占到整个国内生产总值的70%，消费者支出的下降将阻碍整个经济的发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，一些历史数据表明，消费者总支出远比人们想象的要稳定得多，即便在经济衰退之时。就在撰写本书期间，美国经济于 2009 年第二季度触底。与高峰期相比，经济下降了 3.8%。如图 3－3 所示，消费者支出对整个国内生产总值下降的影响只有 1.2%，而出口和投资的影响则分别达到 1.9% 和 3.4%。事实上，由于其他部分下降得太多，个人消费占国内生产总值的比重在经济衰退时期反而有所增长。如图 3－4 所示，经济衰退时期消费者支出占国内生产总值的比重增加了。

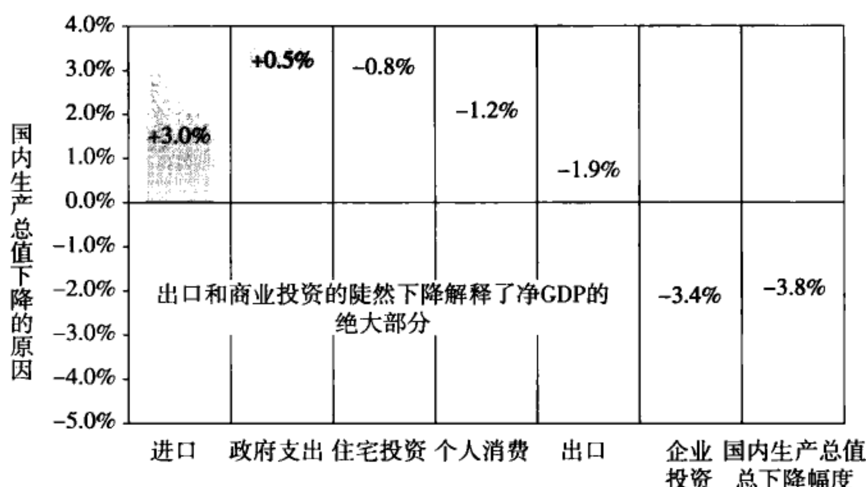


图 3－3　国内生产总值从 2008 年第二季度到 2009 年第二季度下降的原因分析

资料来源：经济研究局，截至 2009 年 6 月 30 日

怎么回事儿呢？这是简单的数学计算。如果大部分消费者支出是对经济不敏感的服务业（如医疗保健支出），那么整个消费者支出将不如人们想象的那样敏感和多变。这并不是说某些消费者支出不会变动，实际上，耐用品消费支出可能（确实是）有剧烈的波动。尽管对耐用品的支出是非必需消费品板块的重要驱动因素，但它仅仅代表了整个消费者支出的 12%，只占到全国国内生产总值的 8%（截至 2009 年 6 月 30 日）。[1]

① 资料来源：经济研究局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

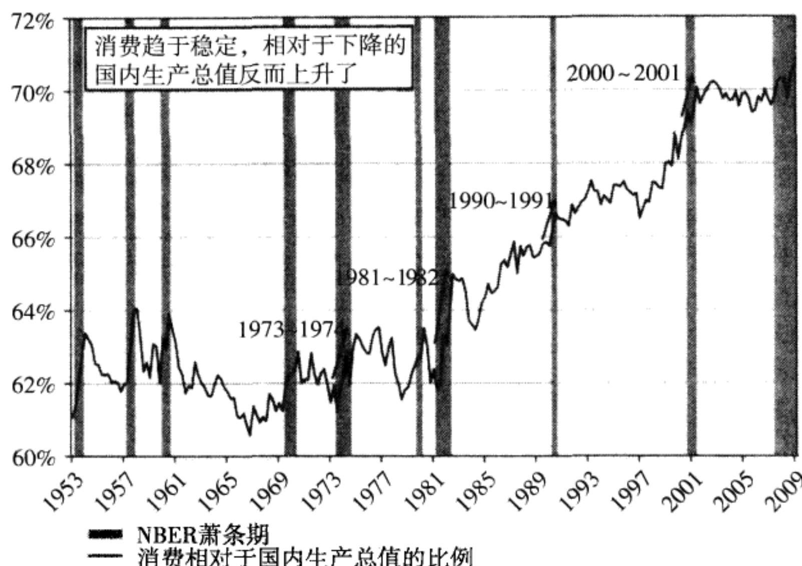


图 3－4　个人消费相对于美国 GDP 的比例

资料来源：经济研究局，截至 2009 年 6 月 30 日

耐用品

由于多数非必需消费品企业都在生产或销售耐用品，所以我们猜想耐用品支出与非必需消费品板块之间存在着重要联系。耐用品通常被称为大件消费品，被设计为使用时间长、价格昂贵，并可能需要融资的主要消费支出。由于耐用品需要耗费消费者大量的资金，当经济衰退时，这些物品总是第一个被“砍掉”的；当经济反弹时，这些物品又是最后被考虑的。换句话说，它们是昂贵的非必需品。

表 3－1 显示了过去 15 年耐用品消费支出与非必需消费品行业组股价之间的关系，两者相关性很强——相关系数为 0.69，可决系数是 0.47。单独来看，零售业是相关性最强的，许多零售业公司销售更多的是工具和电视等耐用品（尽管他们也卖许多的非耐用品）。汽车业的相关系数同样很高（记住，相关系数显示的是历史情况，不是我们预期的未来，但这些仍然能够帮助我们进行合理的预期）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表3－1 耐用品消费支出与非必需消费品行业组股价的关系

行 业	相关系数	可决系数
标准普尔500指数零售业	0.71	0.51
标准普尔500指数汽车业	0.62	0.38
标准普尔500指数媒体业	0.61	0.37
标准普尔500指数服务业	0.43	0.19
标准普尔500指数耐用品业	0.43	0.18
标准普尔500指数非必需消费品板块	**0.69**	**0.47**

资料来源：经济研究局，汤森路透，1995年1月31日～2009年6月30日

具有讽刺意味的是，耐用品行业与耐用品支出之间的相关性最小。因为耐用品公司（如住宅建筑商和家电制造商）虽然在行业内占有更高比例的大件消费品，但它们不仅受到消费趋势的影响，在更大程度上还受到很多其他因素的影响（如利率和情绪）。另外，耐用品公司依靠零售商和分销商的销售，可能会受到与需求无关的因素影响，例如存货的调整。

非耐用品

非耐用品主要是食物和酒之类的消费品，但也包括非必需消费品公司生产和销售的产品，比如衣服和报纸。尽管不如耐用品对经济那么敏感，但非耐用品的消费支出对经济还是具有敏感性，并且对非必需消费品板块的表现有很大的影响。比如，当经济增长时，消费者更可能购买更昂贵的食物和衣服。表3－2显示了过去15年非耐用品消费支出与非必需消费品行业组股价的关系。

表3－2 非耐用品消费支出与非必需消费品板行业组股价的关系

行 业	相关系数	可决系数
标准普尔500指数零售业	0.70	0.49
标准普尔500指数媒体业	0.68	0.46
标准普尔500指数汽车业	0.59	0.35
标准普尔500指数服务业	0.47	0.22
标准普尔500指数耐用品业	0.42	0.18
标准普尔500指数非必需消费品板块	**0.72**	**0.52**

资料来源：经济研究局，汤森路透，1995年1月31日～2009年6月30日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非耐用品主要由零售商销售，这些零售商占到了标准普尔500指数非必需消费品板块的36%。非耐用品消费与零售业股价之间的相关系数是0.7，可决系数为0.49。零售业是标准普尔500指数非必需消费品板块中最大的部分，再加上支撑非耐用品高支出的经济条件也对其他行业有利，因此，非耐用品支出与非必需消费品板块表现之间的紧密关系就不难理解了。

服务业

美国经济是以服务业为基础的——60%的消费者支出用于服务业，如看病、支付大学学费、支付房贷、餐厅小费以及度假。但是，非必需消费品板块并不是以服务业为基础的，该板块中只有14%的收入来自服务业。相对于耐用品（或非耐用品）与非必需消费品板块中各行业股价之间的关系，服务类支出与后者的联系不是那么紧密，因为诸如医药费、学费和按揭利息之类的对经济不敏感的项目占据了大部分服务支出。表3-3显示了过去15年服务业消费与非必需消费品行业组股价之间的关系。

表3-3　服务业消费支出与非必需消费品行业组股价的关系

行　业	相关系数	可决系数
标准普尔500指数媒体业	0.74	0.55
标准普尔500指数零售业	0.60	0.36
标准普尔500指数汽车业	0.55	0.30
标准普尔500指数服务业	0.25	0.06
标准普尔500指数耐用品业	0.17	0.03
标准普尔500指数非必需消费品板块	**0.65**	**0.43**

资料来源：经济研究局，汤森路透，1995年1月31日~2009年6月30日

尽管服务业消费与整个非必需消费品板块之间的相关系数仍然很高（为0.65），但它是三种消费类型中关系最弱的。服务业消费之所以呈现出低相关系数，是因为服务业公司仅占整个非必需消费品板块的20%。并且，服务业主要的消费都是在一些对经济缺乏弹性的开支上，如债务利息、医药费和大学学费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入和就业

消费者支出是非必需消费品板块的关键驱动因素，但驱动消费者支出的因素又是什么呢？首先要属可支配收入了。可支配收入是指一个家庭在支付了税收、社会保障及医疗保险之后的收入。可支配收入就是消费者用于进行必需品和非必需品消费的收入。

可支配收入与消费者支出之间的关系非常明显。表 3－4 显示了过去 15 年可支配收入同比增长与各类消费支出同比增长之间的相关关系。总体来看，它们的相关性非常强，高达 0.67。另外，可支配收入增长与耐用品支出增长之间的相关性较弱，这是因为耐用品消费还受到利率和消费者情绪的影响。

表 3－4 可支配收入和消费者支出同比增长相关关系

消费者支出	可支配收入	
	相关系数	可决系数
服务	0.71	0.51
非耐用品	0.62	0.38
耐用品	0.49	0.24
合计	0.67	0.45

资料来源：经济研究局，1995 年 1 月 31 日～2009 年 6 月 30 日

工资增长与可支配收入

很明显，可支配收入是消费者支出的重要驱动因素，因此也是非必需消费品股票的重要驱动因素。而工资是可支配收入增长最显著的驱动力。图 3－5显示了过去 15 年工资和可支配收入之间的关系。可决系数为 0.57，表明两者关系密切。

就业

良好的就业形势自然会引起工资普遍上涨。衡量就业最简单的方法就是参看美国劳工统计局（BLS）每月发布的非农就业人口报告。该报告估计了非农业部门的就业人口数量（农业部门的就业情况非常不稳定）。如图3－6所示，就业的增加不仅扩大了有能力购买非必需消费品的消费者数量，同时也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

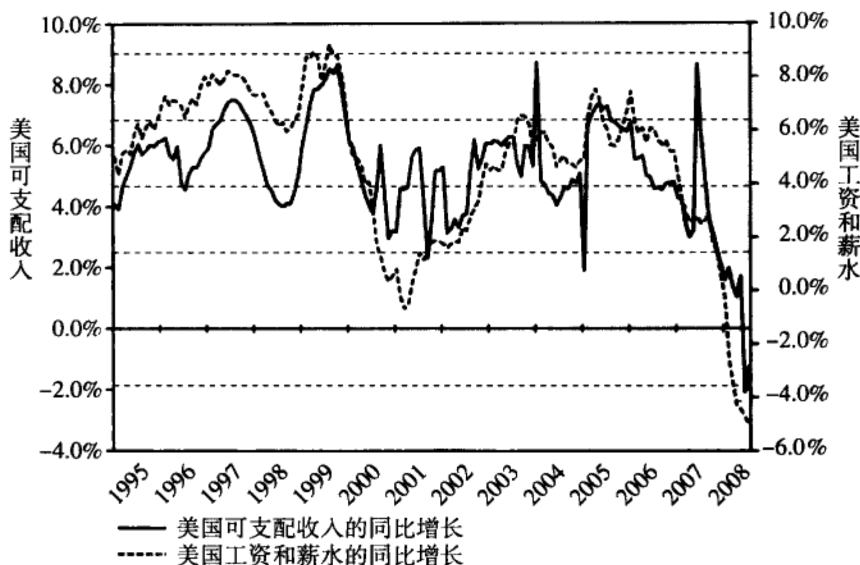


图 3－5　工资与可支配收入

资料来源：劳工统计局，经济研究局，截至 2009 年 6 月 30 日

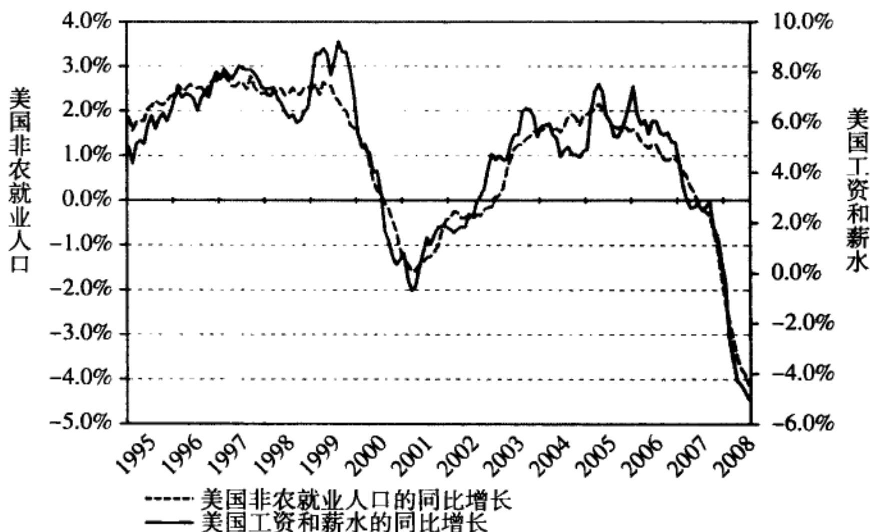


图 3－6　就业与工资增长

资料来源：劳工统计局，截至 2009 年 6 月 30 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给工资施加了上涨压力。事实上，在过去15年里，非农就业人口总数的同比增长与工资水平的同比增长的相关系数为0.96，可决系数为0.91。[①]

但许多投资者都犯了一个相同的错误，尤其是在经济衰退接近尾声的时候。股票交易是基于对未来的预期——不管现在和过去。但当经济衰退接近尾声时，非必需消费品板块的股票在即将到来的经济复苏时期将会频繁变化，并在稍后的利好消息预期中上涨。而就业量是非必需消费品利润的重要驱动因素，因此，我们可以预计，改善就业状况可以促使股价上涨。

就业是经济增长的滞后性指标

当经济衰退结束，另一个新的经济周期开始时，人们常常听到的头条新闻就是“就业复苏”。在2001年的经济衰退后，我们于2009年再次听到了类似的新闻。多年以来，经济学界一直有个争论，即就业是否真的会促进经济增长，或经济增长是否真的会促进就业。当然，高就业率对经济是有利的，反之亦然。但应该把谁放在第一位呢?

毫无疑问，经济增长应放在首位。图3-7显示了就业变化明显滞后于经济增长的变化。乍一看这似乎有悖于直觉，但其实是符合情理的。当经济开始疲软时，雇主只有在得到显示经济倒退的确凿证据时，才会采取成本昂贵的裁员计划。同样，当经济开始反弹时，雇主会谨慎地等到经济确实增长以后，才会重新雇用员工。

假设你是一家公司的总裁，你将从什么时候开始逐渐增加员工呢?在产品销量复苏之前还是之后?理性的情况下，你会等到销量反弹后才这么做，这也是图3-7所显示的。

① 资料来源：经济研究局，截至2009年6月30日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

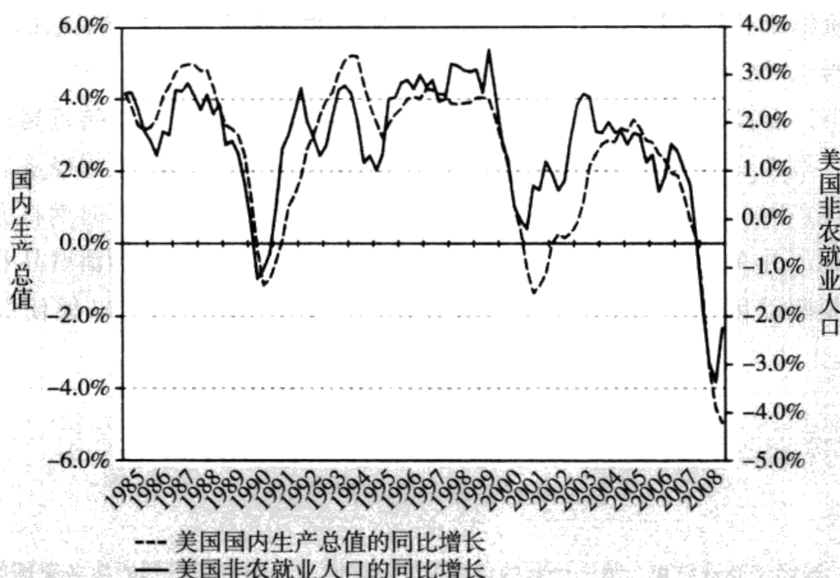


图 3－7　国内生产总值与就业

资料来源：劳工统计局，经济研究局，截至 2009 年 6 月 30 日

经济增长

经济增长是非必需消费品股价的另一个重要驱动因素，这对任何有着弹性需求的板块来说都是一样的。经济增长通常带来良好的就业形势以及工资增长，而工资增长是刺激消费支出的必要因素，消费支出的增长则会给非必需消费品公司带来更高的利润。

但我们要记住，股市是按预测来定价的，不是根据现状而定。这就是股市被称为“经济的晴雨表”和“失业的滞后性指标”的原因。所以，在经济衰退结束期去观察就业数据显得尤为重要。在经济开始恢复前，易受经济影响的企业股票就已经开始上涨了，这十分正常，因为官方公布的数据往往是滞后的。投资者如果等到官方公布经济数据以后再确认经济发展趋势的话，将是一个代价昂贵的错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利　率

利率是非必需消费品经济的另一个重要驱动因素，它显示了企业和个人的借贷成本。记住，大多数非必需消费品公司生产和销售的是耐用品及其他大件消费品（如汽车），购买这些商品通常都需要融资。如果利率很高，借款成本的增大将限制消费者需求。利率大致分为两类：中央银行基准利率和市场决定的利率。

中央银行（比如美联储）将中央银行基准利率视为一种货币政策工具。通过提高或降低利率，美联储可以调节通货膨胀，保持经济增长，促进就业，以及达到其他政策目的。其余所有的利率——像国债利率、固定或浮动的抵押贷款利率，以及其他债务证券利率，都是由市场决定的。这些利率可能（确实如此）不随中央银行基准利率变动，它们是企业和个人贷款成本的指示器。

在美国，美联储每月的利率报告非常重要。原因有二：首先，它为借款成本设定了一个全国基准线。如在过去 15 年里，美联储的基准利率和 30 年期固定抵押贷款平均利率的相关系数为 0.79，可决系数为 0.63。其次，它让市场了解了银行的借款成本。在其他条件相同的情况下，更优惠的利率使得消费者更容易购买大件商品，生产商也更容易从这些资产上获利。

当借款成本较高时，我们可以看到像福特、惠而浦这类资本密集型公司的生产成本也将提高，因为其债务融资的成本变得更加昂贵。同样，靠贷款购买耐用品的成本也变得更高，这将抑制耐用品需求。然而，当我们考虑利率时，应该将之放在更广的经济背景下，这非常重要。例如，如果一家公司的借款成本为 10%，但用这笔资金得到的回报是 15%，则一个“高”利率未必就不好。通过融资购买的资产所带来的回报率才是决定成本的关键。同样，如果一个消费者的买车融资成本是 12%，而他的工资收入增长率为 16%，则这个贷款利率也并非表面上看上去的那么沉重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇　率

在理解了汇率对非必需消费品股票的重要作用之后，你的分析将变得略有不同。

世界最大的家电制造商惠而浦公司近43%的收入来自北美之外。[①] 当公司在欧洲销售了一台洗衣机时，为了使财务报表统一，它必须将外币收入转换为美元（这笔收入是否实际兑换则完全是另一个问题。为了便于理解，我们尽量简化）。我们假设惠而浦在第一季度将洗衣机定价为500欧元。汇率是1美元兑2欧元，所以，以美元计算，惠而浦从每一台在欧洲售出的洗衣机中获利250美元（500欧元/2欧元＝250美元）。如果欧元在下一个季度升值了，现在的1美元只能兑换1.75欧元，将会发生什么情况？同样的500欧元就值285.71美元（500欧元/1.75欧元＝285.71美元）。尽管惠而浦可能调整价格，以应对汇率的短期变动，但大多数制造商在一年当中调价的次数非常少。

因此，货币对收入的影响很大，更高的收入也更有利于股价的上涨。另外，货币还能影响股票价值。你手中的股票与惠而浦的洗衣机并无不同，只是股票的潜在价值可以独立于货币而每日变化（惠而浦也能改变它的洗衣机价格，但不可能每天都改变）。

在选择一项合适的投资时，尽管投资者不必完美地预测出汇率的变动，但理解一个公司的外汇暴露会让我们分析得更深入。

政治驱动因素

华盛顿的事可能会影响华尔街的事（政府决策会影响金融）——过去是这样，将来很可能也是这样。所以，我们有必要将一部分精力放在理解与非

① 参见Whirlpool 10－k，截至2008年12月31日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必需消费品板块最相关的更重要的政治因素上。这些政治因素包括：

- 税收。
- 贸易政策。
- 规章制度。
- 经济自由化。

税 收

税收政策对股市既有宏观影响，也有微观影响。例如，越高的税收通常导致越少的支出。但在一个更小的范围内考虑，如果增加对汉堡包的税收，人们可能减少吃汉堡包，转而消费其他的替代品，如烤鱼玉米卷——此时，税收对烤鱼玉米卷有利，对汉堡包不利。所以，税收对整个经济活动都有重大影响，而且，它对某个特定行业，甚至特定公司的股价可能也起着重要作用。

所得税

我们从不同的角度来看看税收对于经济的总体效应。更高的可支配收入通常会引起更高的消费支出；而更高的消费支出将推高非必需消费品板块的股价。因此，关注所得税政策的重大变化是非常重要的。同时，所得税仅占个人收入总额的12%，[①] 这意味着工资和股息等其他因素可能对你的分析更有意义。

销售税

第二大税收驱动因素是销售税，一种对消费征收的营业点税。当一个国家或地区增加销售税时，消费者支出必将受到影响 。

在许多地区，包括欧洲，增值税非常普遍。增值税不同于销售税，销售税是基于商品销售价格的一种税，而增值税是由商品供应的每个阶段所增加的价值总和决定的。

特定行业税

最后一个驱动非必需消费品股价的重要税种是特定行业税。立法者针对

① 资料来源：经济研究局，截至2009年6月30日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某些特定行业征税，从而威慑一些违背道德和对环境有害的消费产品，如赌博、香烟和油耗。

例如，娱乐场需要支付更多的税（有时非常重）才能经营赌场。在特拉华州，52%的赛马场赌博收入（大多数是基于利润征税，而不是收入）被纳进了国家普通基金。[①] 内华达州的赌博税是美国最低的，只有赌博总收入的7.75%。[②] 内华达州的低税政策必然促进了该地区赌博业的发展，使之成为全美最大的赌博区。

在美国，每加仑汽油所行驶的里程低于22.5英里的新车，将被征收汽车耗油超标税。1978年的《国家能源法案》规定向车征税，以抑制人们购买油耗量大的车（迷你货车、多功能运动车和轻运货车除外）。20世纪80年代初，低油耗的车越来越普遍，福特甚至制造了4缸的福特野马汽车。而与此同时，日本进口车变得更具竞争力，这并非只是巧合。

贸易政策

自由贸易是经济全球化的重要组成部分，它使得商品和资本能在国家之间高效流动。贸易政策可以影响所有经营进出口业务的非必需消费品公司。当保护主义之风盛行时，贸易政策往往可能增加对本国生产者的补贴，对进口商品征收关税，或有时两者结合，从而扭曲了自由市场的天然价格机制。这常常会导致消费者面对更高的价格。反过来，打开新的贸易通道，可以让企业找到更多的销售渠道和/或更有价格优势的供应商。

有效的驱动力：日本的“自愿出口限制”

这是一个发生在1981年的美国贸易政策影响竞争格局的例子。在受到经济衰退、油价上涨、需求降低、越来越多的节能型汽车，以及日本进口车竞争的联合

① 资料来源：美国商业赌博娱乐产业协会。
② 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲击后，美国汽车工业濒临破产边缘。为了不违背竞选承诺，里根总统拒绝向日本进口汽车征收关税。里根政府成功地与日本政府谈判并达成一项“自愿出口限制协议”，即日本汽车出口量将限制在每年 168 万辆以内，这大约是 1979 ~ 1980 年日本发货总量的一半。

自愿出口限制是美国汽车工业的一个重大胜利，对吗？错！恰恰相反，日本制造商盈利了，而美国汽车工业的竞争力却没有得到提升。为了弥补较低产量带来的不利，日本只是采取了提价措施。另外，它们意识到，如果销量受到限制，生产小型低利润的汽车将毫无意义，于是日本生产者将利润再投资到有利可图的大型汽车制造上。这次成功的尝试持久地保证了日本在汽车行业的竞争地位。事实上，从 1981 年到 1994 年（自愿出口限制解除之时），日本汽车制造商得到的年均回报率为 12%，相对而言，其美国同行的回报率为 10.6%。*

然而，利用贸易政策去预测股票的具体表现可能非常困难，我们通常不会这样做，它可能在子资产配置决策中有用武之地。那么，是补贴特别限制了行业的创新和竞争力吗？如果对某个行业实行配额限制（自愿或其他方式）或征收关税，该行业将会面临什么风险？如果取消贸易壁垒和补贴，从长期来看，该股票或整个板块的股票走势将降低、提高，还是保持现状？

* 资料来源：汤森路透

规章制度

除关税和配额限制外，投资者还应该关注强大的政治游说或政府的直接接管。

关于规章制度改变的一个最明显的例子就是：20 世纪 70 年代末，美国采用的“双车型原则”改变了美国的汽车竞争格局。作为美国在 1975 年出台的公司平均燃油经济标准的一部分，“双车型原则”要求汽车制造商必须将其生产的车辆分为两个车型：国内和国外。每个车型每加仑汽油所行驶的平均里程必须达到 27.5 英里。意识到“单车型规则”可能会促使汽车制造商将小型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汽车的制造厂外包到生产成本低的地区（通常就是小型汽车销售量最多的地区），全美汽车工人联合会（UAW）成功地说服了政府实施“双车型原则”，并保护了国内的就业。

但是，由于小型汽车的利润更薄，在美国也找不到所需要的低成本制造商，这项规定将美国的汽车制造商放在了不利的位置上。强制汽车制造商在高价市场上生产低利润的汽车，这不仅带不来盈利，而且工人也找不到具有更高生产效率、能创造更多价值的工作。就好比政府说为了保护这些工作，汽车制造商需要制造马车，即使市场对这种过时的产品并无需求。

通用和克莱斯勒亏损的主要原因之一，就是在“双车型原则”下它们不能退出亏损的小汽车生产。随着卡车和多功能运动车的需求减少，美国汽车工业也在衰退，最终导致这两家公司破产并需要政府救助。

经济自由化

许多经济体，尤其是新兴市场，几个世纪以来都被无效率和相矛盾的政府领导所限制。一些错误政策只是为了使领导人家庭及朋友变得富有，或只是为了刺激某个部门，这通常会降低合理经济政策的有效性。起初，这些合理的政策可能不受欢迎，但随着人均收入和国内生产总值的增长，从前的新兴经济体可以迅速转型为全球经济强国。正如本系列丛书中的《新兴市场投资》一书中详细讨论的，巴西就是个典型例子。

巴西的前两位总统——费尔南多·卡斯特罗和卢拉——使巴西成为了南美最大的经济体，这是政治改革促进经济扩张的鲜明例子。通过改革全国养老保险制度，巴西降低了持续已久的赤字支出，控制了通货膨胀，并使得央行大幅降低了利率。低利率又促进了国内不断发展的证券市场，也为信贷发放提供了增长空间，如图 3 – 8 所示。[①]

---

① 克鲁扎多，截至 2009 年 6 月 30 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

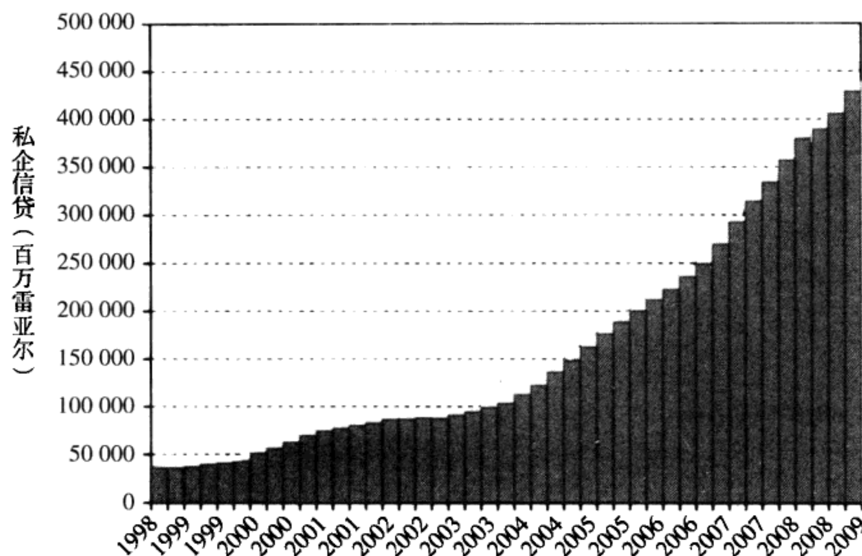


图 3-8　巴西的私企信贷

资料来源：汤森路透，截至 2009 年 6 月 30 日

当然，巴西还采取了其他一些措施，包括向低收入者提供房贷，对多种建筑材料和家电免税，对国内基础设施及重要行业进行投资等。这些使得巴西自 2003 年卢拉执政以来国内生产总值平均年增长率达到 4.1%。[①]

情绪因素

情绪因素是股市最无形的驱动因素。其核心思想在于，情绪代表了人们的集体心情。这在股市行为中发挥着巨大的作用，因为股市是由人们做的决定所驱动的，包括理性与非理性的决定。

当我们意识到消费者情绪和态度的重要性时，我们更感兴趣的是，预测

① 资料来源：汤森路透，巴西国家地理统计研究院，2002～2008 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们明天或几个月后的看法。情绪调查本身是基于人们今天的感觉，虽然调查中问的是关于未来的问题。由于这项调查是在以后进行编辑和公布，所以，它本身仅仅是在回顾过去，只反映已经发生过的情绪，而不是未来的趋势。这降低了情绪指数在投资决策过程中的有用性。然而，判断对弹性和非弹性需求的偏好，可以使你的分析更深一层，就像衡量一个公司在何种程度上会通过产品结构调整与营销来抓住消费趋势。对非必需消费品板块来说，最重要的情绪形式是：

- 弹性/非弹性投资偏好。
- 消费者的喜好。

弹性/非弹性投资偏好

了解消费者情绪是偏好价格和收入更具有弹性的公司，还是非弹性的公司，这在评估你的投资组合中应该持有多少非必需消费品板块的股票的过程中是非常关键的一步。

当投资者情绪乐观时，通常会溢价购买对价格和收入具有弹性的公司股票，因为他们认为这些公司的产品在经济繁荣期很可能会需求强劲。在此期间，非必需消费品股票的相对价值倍数通常在不断扩大。相反，当投资者情绪不乐观时，一般会溢价购买对价格和收入不具有弹性的公司股票。即使在恶化的经济环境中，这些公司的产品需求很可能与原来保持一致。无论哪种情况，相对价值倍数的升降在很大程度上都是情绪转变的结果。

消费者喜好

对于消费者喜好，我们只能做模糊的追踪。然而，消费者喜好又是公司股价表现的强大驱动因素。公司通过调整营销策略或生产方式，来捕捉市场的热门趋势。一旦捕捉到正确的趋势，便能给公司带来丰厚利润，否则就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的灾难。

例如，在21世纪初期，名牌牛仔裤风靡一时，“真实信仰”（一家牛仔服设计工厂）也因此获益匪浅。该公司没有宣传其牛仔裤的耐穿性和精美的设计，而是充分利用消费者对高级时装的需求，主要依靠独家分销和高价进行销售。另一方面，卡洛驰公司（Crocs，一家鞋生产商）尝试对其核心产品凉鞋业进行产品多样化，但惨遭失败，之后便陷入困境。由于该公司鞋的款式与流行趋势背道而驰，在没有成功进行产品多元化之前，这家公司几乎面临破产。对短期趋势进行投资可能会有风险，但那些能捕捉到正确信息的投资者，往往能得到丰厚的回报。



本章回顾

非必需消费品板块有多种驱动因素，它们决定着公司的盈利情况以及公司股票在市场上的表现。这些驱动因素可以归为三类：经济驱动因素、政治驱动因素和情绪因素。

- 消费者支出是非必需消费品板块最重要的驱动因素，而消费者支出又受到就业、工资和可支配收入的影响。
- 利率影响非必需消费品公司的资本成本，并影响着消费者行为。
- 汇率可以影响公司的盈利和股价的表现，因此，了解公司的外汇暴露风险非常重要。
- 税收、贸易政策和规章制度等政治驱动因素，也对非必需消费品板块有影响。
- 无论是消费趋势，还是对弹性的投资偏好，消费者情绪都对公司的收入有巨大影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2

Consumer Discretionary

费 希 尔 投 资 系 列

第二部分

下一步：非必需消费品详解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

非必需消费品板块细分

到此为止，我们对非必需消费品板块运作方式、发展历史及主要的驱动因素已经有了大致的理解。一个板块和一个经济体一样，可以划分成许多不同的组成部分——有些部分和其他类似，有些部分则截然不同。要更好地掌握整个板块的情况，就必须从这些不同的组成部分开始。

第一章已经介绍了非必需消费品板块股票的基本类型：媒体业、零售业、汽车及零配件业、耐用消费品和服装业，以及消费者服务业。但在这些分类中，又有很多不同类型的公司，它们在产品系列、终端市场和驱动因素方面都存在不同。虽然没必要具体了解每一个公司的情况，但在做相关的板块投资决策之前，必须掌握主要行业的信息——这点很重要。本章将探讨非必需消费品板块的各个行业的特点，以及投资者如何通过这些特点作出投资判断。

全球行业分类标准（GICS）

在开始之前，应了解一些定义：GICS 基于公司类似的特性将公司划分为不同的组类，它是一个被广泛接受的分类标准。GICS 结构包括 10 个经济板块、24 个行业组、68 个行业以及 154 个子行业。该结构包括 4 层等级，从最大的板块到最专业的子行业，分别是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 板块。
- 行业组。
- 行业。
- 子行业。

我们先划分一下非必需消费品这个大板块。按照 GICS，非必需消费品板块由 5 个行业组、12 个行业和 36 个子行业组成。以下就是这些行业组及相应的子行业。

行业组：汽车及零配件业

- 汽车。
- 汽车零配件。

行业组：零售业

- 专卖零售。
- 百货零售。
- 网购和邮购零售。
- 经销商。

行业组：媒体业

- 电影和娱乐。
- 有线和卫星广播。
- 出版、广播和广告。

行业组：耐用消费品和服装业

- 家庭耐用品。
- 纺织品、服装和奢侈品。
- 休闲设备及相关产品。

行业组：消费者服务业

- 餐饮。
- 酒店、度假村和游轮公司。
- 娱乐场、赌博与娱乐设施。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 综合消费者服务。

全球非必需消费品基准

什么是基准？基准是做什么的？为什么基准是必须的？这种基准可以指导你建立股票的投资组合。如表4－1所示，你可以用任何结构合理的指数作为基准。通过了解基准的组成，投资者可以指出每种行业的预期风险与回报，并据此在投资组合中对行业股票进行增仓或减仓。这适用于股票板块，同样也适用于整个股市。事实上，可供选择的非必需消费品板块基准有很多（基准问题将在第七章结合“自上而下”的投资方法进行更深入的探讨）。

基准的区别

非必需消费品的投资概况如何？这取决于基准，所以选择时要谨慎。美国的非必需消费品板块与欧洲、日本以及新兴市场（EM）的都截然不同。表4－1列示了国内及国际主要的基准指数，以及各板块所占的百分比。

表4－1　基准的不同

板块	MSCI ACWI（全世界）	MSCI World（发达国家）	MSCI EAFE（发达国家，美国除外）	S&P 500（美国大盘公司）	Russell 2000（美国小盘公司）	MSCI EM（新兴市场）
非必需消费品	8.8%	9.3%	10.0%	9.0%	13.0%	5.0%
必需消费品	9.8%	10.5%	10.0%	12.0%	3.5%	5.1%
能源	12.0%	11.4%	8.7%	12.4%	4.5%	15.9%
金融	20.2%	19.7%	24.6%	13.6%	19.4%	24.1%
医疗保健	9.7%	10.7%	8.4%	14.0%	15.2%	2.5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

板块	MSCI ACWI（全世界）	MSCI World（发达国家）	MSCI EAFE（发达国家，美国除外）	S&P 500（美国大盘公司）	Russell 2000（美国小盘公司）	MSCI EM（新兴市场）
工业	9.9%	10.3%	11.3%	9.9%	15.9%	7.2%
信息技术	11.8%	11.7%	5.2%	18.3%	19.8%	12.3%
材料	7.6%	6.8%	9.4%	3.2%	3.8%	13.5%
电子信息服务	5.3%	4.6%	6.0%	3.5%	1.3%	10.5%
公共事业	4.9%	5.0%	6.4%	4.1%	3.6%	3.9%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：汤森路透，摩根士丹利资本国际（MSCI）公司，[①]截至 2009 年 6 月 30 日

板块比重表明了每个板块在驱动整个指数表现时的相对重要性。例如，非必需消费品板块占罗素 2000 指数（Russell 2000）的 13%，却只占摩根士丹利新兴市场指数（MSCI EM Index）的 5%。由于许多新兴市场的国家经济体还没有建立起一个稳定和强大的中产阶级，与消费者有关的公司也就自然比以资源和工业为重点领域的公司比重更要小。非必需消费品在罗素 2000 指数中的比重较大，这要归结于指数本身的性质。作为小盘型股指数，能源和必需消费品公司的比重较低，因为这些板块中的企业通常是依靠规模来实现规模经济的。相比而言，其他 8 个板块的比重部门看起来相当大，比其他指数具有更大的相关性。理解这些板块在各个基准权重的不同，是建立一个平衡的、风险控制管理的投资组合的关键。

正如表 4－2 所示，不同国家的板块权重偏差也有所不同。表中包括了从

① MSCI 信息也许只能供你自己参考，不能再以其他方式进行复制和传播，不能用于创造任何金融工具、金融产品或金融指数。MSCI 信息的提供“以原样为准”，不可以再做修改和处理，其使用者承担使用该信息的全部风险。MSCI 和其分支机构，以及参与或关系到收集、计算和生成 MSCI 信息的每一人（统称为“MSCI 当事人”）明确表示对该信息不负有保证责任（包括无限制性、独创性、准确性、完整性、实时性、无违反性，以及用于特定目的的可销性和适宜性）。鉴于此，MSCI 当事人对信息使用所带来的任何直接的或间接的、特别的、偶然的、处罚性的、重大的（包括无限的利润损失）或其他损害，不负有任何责任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MSCI ACWI 指数中选择的国家。很明显，美国公司是该板块最有影响力的，相当于日本的两倍多，后者的权重位居第二。

表 4－2　MSCI ACWI 指数非必需消费品板块的国家或地区权重

国家或地区	权重（%）
美国	44.6
日本	22.0
法国	6.5
德国	5.6
英国	5.2
韩国	1.9
瑞典	1.8
加拿大	1.5
南非	1.0
中国	1.0
中国香港	1.0
瑞士	1.0
意大利	0.9
世界其他国家	6.0

资料来源：汤森路透，摩根士丹利资本国际（MSCI）公司，[①]截至 2009 年 6 月 30 日。

行业比重

不仅板块权重不同，行业权重也会不同，有时甚至相差迥异。表 4－3 显示了在各个基准下非必需消费品各行业组及其子行业的权重。

① 同表 4－1 注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-3 非必需消费品行业组及其子行业的权重（%）

行业组/行业	ACWI	EAFE	EM	World	S&P500	Russell 2000
汽车及零配件业	**24.6**	**42.4**	**30.5**	**24.1**	**5.4**	**4.5**
汽车	19.7	36.0	23.4	19.5	3.2	0.2
汽车零配件	4.8	6.4	7.1	4.7	2.2	4.3
零售业	**24.4**	**14.0**	**21.9**	**24.6**	**35.8**	**29.6**
专卖零售	14.4	8.2	9.6	14.7	21.7	23.8
百货零售	6.3	3.7	8.3	6.1	9.2	2.4
网购和邮购零售	2.8	1.1	0.9	2.9	4.2	3.1
经销商	1.0	1.0	3.0	0.8	0.7	0.3
媒体业	**22.3**	**14.6**	**18.8**	**22.5**	**28.8**	**6.6**
耐用消费品和服装业	**15.6**	**21.0**	**20.6**	**15.2**	**10.4**	**28.3**
家庭耐用品	7.7	10.7	15.2	7.2	4.0	8.3
纺织品、服装和奢侈品	6.3	8.2	5.0	6.4	5.1	15.2
休闲设备及相关产品	1.5	2.1	0.4	1.6	1.3	4.8
消费者服务业	**13.1**	**8.0**	**8.2**	**13.5**	**19.6**	**30.9**
酒店、餐饮及娱乐	11.6	7.6	0.0	11.9	17.3	20.6
综合消费者服务	1.5	0.4	8.2	1.6	2.3	10.3

资料来源：汤森路透，摩根士丹利资本国际（MSCI）公司，[1]截至 2009 年 6 月 30 日

了解这些权重，不仅可以让你更好地决定股票投资组合中各行业之间的比例，还可以让你关注到最重要的组成部分。在非必需消费品板块，汽车及零配件、零售和媒体在大多数基准下都是主要的构成部分。因此，本章也主要关注这些行业组。

关注领头者

做更进一步分析的话，在股票层面上理解每个行业的组成是非常重要的。

① 同表 4-1 注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些行业比其他行业更集中一些。换句话说，一两只股票可能就是一个行业的主要部分。当一个行业特别集中时，关键在于理解最大的股票——领头者——的驱动因素。

表4－4强调了MSCI ACWI指数中的行业集中情况。“行业”一栏代表的是整个行业中前五大股票的比例（按市值）。行业集中度越高，就越要了解行业的领头者。

表4－4　行业集中度

行　业	前五大股票（%）
综合消费者服务	100.0
经销商	94.6
网购和邮购零售	90.2
休闲设备及相关产品	73.8
汽车	66.0
纺织品、服装和奢侈品	57.8
汽车零配件	57.2
家庭耐用品	56.4
百货零售	54.9
酒店、餐饮和娱乐	54.2

资料来源：汤森路透，摩根士丹利资本国际（MSCI）公司，[①]截至2009年6月30日

产业集中是由许多因素导致的，包括规模经济、进入壁垒和行业深度等。汽车业就是一个高度集中的行业。汽车制造商作为一个以生产为中心的公司，其生产规模要大到可以产生规模效应，才能达到利润最大化。相反，酒店、餐饮和娱乐行业由于较小的进入壁垒而更加分散（例如，开一家餐馆投入的资本要远远少于开一家汽车制造公司投入的资本）。

综合消费者服务商（像报税服务供应商H&R Block和美发沙龙经营商Regis Corp. 之类的公司）、经销商、娱乐设施及其相关产品，都是高度集中的

① 同表4－1注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业，因为根本就没有那么多美发沙龙和报税服务的上市公司。事实上，在MSCI ACWI 非必需消费品板块中，只有6家经销商和5家多样化消费者服务公司。

理解各种分类基准和行业的构成及差异，是建立一个多样化投资组合的第一步。现在，让我们从最大的汽车及零配件业开始，对每一个行业组进行充分理解。

汽车及零配件行业组

汽车和零配件行业组分为以下两个子行业：

- 汽车业。
- 汽车零配件。

汽车业

这个行业包括从事汽车及摩托车的设计、制造和销售的公司。该行业的特征包括：

- 经济敏感性。
- 严格的进入壁垒。
- 严格的政府管制。

这也是非必需消费品板块中最大的行业。

经济敏感性的周期性需求

2008年，全球的汽车销售量超过6 500万辆。美国是汽车销量最大的市场，占全球市场的近20%。中国是第二大市场，占13%。其他主要的国家如日本、德国和英国，市场份额相对较小，分别为7.6%、4.7%和3.2%。汽车

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为一种耐用品，其需求受到工资、可支配收入、消费者情绪和政府管制（这点稍后进一步讨论）等经济因素的影响。由于大多数汽车是贷款购买的，因此利率也是应该考虑的一个重要因素。

经济稳定增长时期有利于汽车的销售。我们之所以说“稳定的”（steady）而非“完全的”（positive），是因为经济增长可能具有“波动性”，在经济转折点更是波动得剧烈。消费者可能要等上好几个经济完全增长季度才作出购买汽车的决定，或者，当他们预期经济有可能衰退时便限制购买汽车。事实上，从2008年到2009年的熊市时期，虽然可支配收入增加了，但汽车销量却锐减。这是因为经济恶化和消费者的严重观望态度，导致了耐用品消费支出的下降。相反，20世纪90年代相对稳定的经济带给了美国汽车行业10年的黄金期。这10年间有9年的汽车销量是增长的，尽管整个市场几近饱和。

需求的周期性同样受到周期更替的影响。在经济增长放缓阶段，消费者可能会推迟购买新车。然而，这并不是长期的解决方法。随着汽车使用年限的增加，对于无法修好的汽车，消费者必须重新投入资金购置新的。虽然这个具体数字很难预测，但在美国每年需要重置的汽车大概有1 000万辆——考虑到1998～2008年美国汽车年销售量在1 500万～1 700万辆，1 000万真是个不小的数字。①

严格的进入壁垒

严格的进入壁垒保护了现有的制造商，而将其他想进入该行业的制造商排斥在外。仅生产一辆汽车是没有利润的，有时甚至生产1 000万辆都无利可图。制造成本、高工资、原材料费用、激烈的竞争和政府的直接所有权，只是限制新企业进入汽车行业的一部分因素。

高工资和高福利成本常常与美国的汽车制造商联系在一起，几十年的繁荣和来自工会的压力，致使他们的雇员拥有很大的利益。例如，全美汽车工人联合会——美国最大的工会之一——在为其会员增加医疗、养老、工资等

---

① 资料来源：经济研究局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

福利方面起到了主要作用。结果，通用汽车制造厂里员工每小时的人均工资达到了 81.18 美元。而美国的竞争者日本，其汽车制造厂里类似的劳动力的报酬则低至每小时 35 美元。[①]

除了有时高成本的员工福利外，汽车制造商还需要对原材料进行巨大的投资——这部分投资通常价格昂贵，并且波动性高。在美国，每辆车的原材料费用占到总成本的 10%，大约是 1 600 美元。[②] 这看起来不多，但乘以一家大型汽车厂商的总产量以后，就不是一个小数目了。例如，本田公司在 2009 年生产了 390 万辆汽车，[③] 这意味着仅在原材料上的花费就高达 62 亿美元。在许多行业，原材料成本通过价格加在了消费者头上。然而，由于大型厂商之间的激烈竞争，对消费者加价这种做法也是有所限制的。

严格的政府监管

正如我们在第三章详细讨论过的，政府在汽车制造上扮演着重要角色。不管是执行任意排放标准，还是不顾需求或成本规定某些车辆必须在某些国家制造，政府干预明显导致了市场失灵。了解不同的劳动力、排放量和出口政策，对分析汽车制造商非常重要。

在 2008 年年末、2009 年年初的经济严重衰退期，前行业巨头通用汽车和克莱斯勒通过政府的大量注资而被国有化。本章之前讨论的一些进入壁垒，证明了这些企业负担沉重：一贯的高福利成本、大量的经营减债、原材料涨价，足以制造出“经营风暴”。政府干预可能会扰乱市场，但政府的直接干预会使企业董事会出于政治考虑而偏离股东价值最大化的目标。

另外，不要单独分析政府监管，这点很重要。例如，尽管美国公司平均燃油经济标准（CAFE）是美国制定的规则，但全球所有的汽车制造商在美国

---

① 参见：Lee Hawkins Jr. and Norihiko Shirouzu, "A Tale of Two Auto Plants," *The Wall Street Journal* (May 24, 2006), http://online.wsj.com/article/SB114842282919261094.html (accessed December 10, 2009).

② 参见：Rhys Blakely, "Nano Costs Could Leave Tata Out of Pocket," *Times Online* (August 5, 2008), http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/engineering/article 4460258.ece (accessed December 10, 2009).

③ 资料来源：国际汽车制造商协会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售的每一辆汽车都要面临额外的成本。在全球化程度越来越高的行业，这是关键之处。表4－5说明了汽车产业多元化的程度。注意，通用汽车在被美国政府国有化后就不再有市值了。同样，克莱斯勒也不在表上，因为它在2009年4月申请破产保护前，一直由私营的瑟伯罗斯资本管理公司拥有。而私营公司是不需要向公众公布财务状况的。然而，克莱斯勒公司在2007年的收入约为490亿美元。

表4－5　前十大汽车制造商

公　司	国家	市值（美元）	2009年收入（美元）
丰田汽车	日本	131 151	204 234
大众	德国	99 751	166 536
通用汽车	美国	N/A	148 979
福特汽车	美国	17 011	146 277
戴姆勒	德国	38 364	140 291
本田汽车	日本	50 584	99 594
尼桑汽车	日本	27 456	83 933
宝马	德国	22 663	77 843
现代汽车	韩国	12 812	72 455
铃木汽车	日本	12 204	29 893

资料来源：汤森路透，彭博财经

汽车零配件

汽车零配件行业包括汽车设备制造商和轮胎生产商。汽车零配件行业分为以下三类：

一级生产商（T1）

- 一级生产商直接向汽车制造商销售已组装好的零配件。
- 一级生产商生产的产品有变速器和燃油喷射系统等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二级生产商（T2）

- 二级生产商向一级生产商销售用于制造一级元件成品的构件。
- 二级生产商生产的产品有齿轮、球轴承和气瓶等。

三级生产商（T3）

- 三级生产商向二级生产商销售用于最终加工的仅需略加修改的原材料。
- 例如，三级生产商可能向二级生产商销售预切钢；二级生产商将预切钢转化为涡轮钢，涡轮钢最终在一级销售商的涡轮增压系统中使用。

一级生产商有两种分销渠道：原始设备商（OEM）和零部件市场。通过原始设备商这一渠道，元件生产商将零配件直接销售给汽车制造商用于生产。零部件市场包括向经销商或其他维修店，以及汽车用品零售商（比如欧瑞利和潘世奇汽车集团之类的）销售可更换的零配件。

对 OEM 产品的需求由各种因素决定，包括：

- 生产量：这是对 OEM 产品需求最直接的源泉。汽车零配件的生产随着全球汽车产量上升而上升。
- 生产结构：卡车和豪华汽车的零部件生产所带来的利润，比小型低价汽车带来的利润更高。当卡车和豪华汽车走俏时，汽车零配件供应商的利润通常也会显著增加。
- 技术含量：越高的技术含量需要越复杂的系统。擅长系统集成的公司能获得较高的利润率。

影响零部件市场需求的因素包括：

- 二手车供应：二手车通常比新车需要更多的更换零件。由于二手车的供应很少出现急剧下降，因此这个渠道的零件供应是最可靠的。
- 二手车使用年限：随着二手车使用年限的增加，对更换零件的需求也在增加。在经济不景气时期，消费者减少了新车的购买，汽车使用年限也随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之增加。

- 汽车现代化：除了少数例外，现代的汽车报废率低于以前，这是一个对更换零件需求逐渐减少的长期趋势。

对大多数汽车零配件生产商而言，汽车制造商是 OEM 产品的主要需求者，而对轮胎生产商来说，零部件市场是最重要的。对于轮胎生产商而言，零部件市场与 OEM 需求的比例是 5∶1。在这两类公司中，由于行业分散，零部件市场比汽车制造商的利润更高。

将需求转化成利润

除了此处提到的需求驱动因素，行业利润的主要驱动因素包括商品趋势、供应能力和资本渠道。零配件生产商试图将投入成本的增加转移给汽车制造商，以此限制商品通胀的影响。然而，当商品通胀严重时，汽车制造商可以利用它们巨大的议价能力压低其进货价格。因为汽车零配件公司的规模通常比汽车制造商更小，而且资本投入较少，这对其获利能力有着迅速而不利的影响。

汽车零配件行业是高度专业化的。例如，汽车制造商仅仅依靠几家全球分布的大型电池供应商。这些供应商反过来又依靠规模更小的铅供应商和其他电池零件供应商。“适时制”生产模式意味着供应链上任何一个环节断了，整个系统就很容易受到影响，直到这个链条被修复。供应链断裂的原因之一，就是缺乏用于生产和应收账款的短期融资资金。当利率很高且不断上升时，汽车供应链的利润将变薄，并且破产风险也会增加。

零售行业组

零售行业组分为以下 4 部分：

- 专卖零售。
- 百货零售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 网络和邮购零售。
- 经销商。

大多数消费者都熟知，零售业的公司是向个人销售非必需消费产品。无论是商店、邮购或网络，公司的管理决策（包括市场营销、产品设计、供货来源、地理位置和融资资金等）都影响着零售商的获利情况。由于专卖零售和百货零售是该行业组的主要部分，因此本部分将重点讲述这些行业。首先需要回顾和总结一下普遍需求和利润驱动因素。

专卖零售

专卖零售商更注重产品的深度，而不是产品的广度。这些公司，无论是销售书籍（鲍德斯集团，Borders Group）、汽车零配件（PEP BOYS）、家具建材（美国家得宝公司），还是电子零售（美国百思买公司），都是选择某一特定的产品种类，并深度提供该类产品。深度产品销售方式通常针对某一特定人群，他们对宏观经济发展趋势具有杠杆需求，并且对专业种类的产品有潜在的需求。进入壁垒低意味着固定成本减少，竞争性增加。而社会趋势和品牌形象能够决定哪些零售商会兴旺发达，哪些会被淘汰出局。

百货零售

百货零售商产品种类众多，包括服装、家具、珠宝、运动产品、电子消费产品和家用电器等。许多百货零售商也卖杂货，但本部分主要关注非必需消费品的零售商，因为杂货店属于必需消费品行业。百货零售商包括两种类型：百货公司和普通零售商。

根据“百货”一词的定义，百货公司提供了种类丰富的商品和服务，其消费人群从高端到低端都有。百货公司的特点是，大部分收入来自服装。这些公司通常将化妆品、珠宝和利润最高的服装等放在单独一层进行销售，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且依靠它们来提高整个商场的盈利性并展现公司形象。品牌形象是许多百货公司发展的关键，这需要在选址和大商场经验方面投入重金。为了收回投资成本，百货公司会将商品提价，而那些注重品牌的消费者更愿意多花费这笔开支。除了极少数例外，百货公司通常都位于购物中心区。

与百货公司相似，普通零售商也拥有很多商品种类，但不同的是，所有商品都被摆放在同一楼层，并且摆放距离较小，从而节约管理成本。由于这些公司的运营成本较低，所以它们的优势在于价格，而不是时尚或品牌形象。低价带来的是低边际利润，这意味着公司将把注意力放在增加交易量上，而不是提高产品价格。除了低价的商品价格，大型零售商如塔吉特（Target）公司，还会将杂货纳入他们的卖场。这使得多种商品能够集中在同一地点，从而为消费者带来购物便利，最终增加公司收益。

网络和邮购零售

网络和邮购零售公司只占非必需消费品板块的一小部分。这些公司用网站和邮寄替代了实体店，其日常经营费用低于普通零售商，但它们必须战胜两个重要因素才能实现有效竞争。首先，主要是消费者不太喜欢在网上购买看不见实物的东西，这可以通过品牌和价格来克服；其次，产品价格必须足够低，即使加上运费后的价格仍然要比实体店相同产品更具竞争力。

经销商

经销商是零售行业的中间人。经销商可能掌管着整个行业或单个公司的供给链。世界最大的上市经销商公司利丰（Li & Fung），专门向包括沃尔玛在内的零售商客户提供服装及其他非耐用品的供货和运送服务。通过承担其零售商客户的存货管理费用和资本，分销商在为供应链提供便捷和管理方面起到了重要作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同的行业特点

第三章所概括的经济驱动因素说明，消费环境的好坏是获取零售利润的关键驱动因素。强劲的消费支出会促进商店本身或可比商店的销售增长，但销售仅仅是获取利润的其中一个因素。商店位置、营销手段和存货管理，也是需要考虑的重要因素。

交易量、价格及商品结构

可比商店销售额是衡量销售增长最准确的方法，因为它不包括新店或收购商店所获得的收入。在大多数情况下，可比公司销售增长是指开业至少一年的店面销售增长。商店本身的销售增长主要取决于交易量、价格和商品结构。交易量增长是用既定时期的交易量与上一年同期的交易量相比较。价格是用本年类似商品的销售价格与上一年相比。关于商品结构的一种计算方法是，用每单商品平均数量除以平均销售单数，再减去公司实施费用的增加额或减少额。比如，如果交易量增加了6%，价格降低了3%，而商品结构增长了5%，则可比公司销售额可能将增加8%。

地点，地点，还是地点

在选择店面地点时，最重要的就是确定目标市场和进行相关的人口统计。租金及其他因素也很重要。我们以劳氏公司（Lowe's）为例进行说明，该公司是一家致力于居家环境改善的产品零售商。劳氏公司的产品需求主要来源于新家的建设、改善及维修。因为居家环境改善产品通常具有可替代性，这个特点限制了其定价能力，同时也压缩了利润空间。记住，低利润通常可以采用销量最大化和经营费用最小化来弥补。

鉴于以上标准，劳氏公司应该寻找一个离现有和在建居住区近的、租金低的、面积足够大的地点。通常可以在郊区的“社区中心”找到这样的位置。这种购物中心是露天的，坐落在社区的低租金区，由一些大型专卖店或普通商店组成，目标人群为方圆5英里范围内的居民。这种位置对劳氏公司来说是最理想的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确的商品、正确的时间、正确的价格

零售商还需要考虑的一个关键因素是存货和营销规划。企业管理层、产品设计师和销售团队，基于对有市场需求的产品进行的深度市场调研，计划推出即将上市的产品品种和生产线。对风格、社会和经济趋势的理解，影响着所有零售商的销售策略。零售商的生产前置时间（Lead Times）也各不相同，服装零售商需要6~12个月的时间进行设计、规划和商品预定。鉴于此，应将重点放在拥有销售经验团队的公司上。

一旦设计和销售规划确定后，管理者必须决定存货持有量。存货过多会占用现金，并导致贬值或资产减值（获利能力下降）。然而过少的存货，会带来销售缺货。店面的增加、销售预期以及资本成本，都会影响存货决定。

店面增加是最容易解释的——如果管理者决定增加店面数量，存货必然会有等量的增长。销售预期是对经济走势和其他公司具体情况的预测。如果预期销售额将减弱，零售商一般会试图把购货速度调整至低于需求速度，以减少存货量。存货通常是用现金或通过短期贷款来购买。当短期贷款利率提高时，存货可能会减少，因为资本的成本增加将降低潜在的投资资本回报率。在销售环境艰难的情况下，零售商往往会限制用在库存上的资本，从而减少产生损失甚至倒闭的风险。

媒体行业组

媒体行业组分为以下3个子行业：

- 电影和娱乐业。
- 有线和卫星广播业。
- 出版、广播和广告业。

媒体行业组是涉及面较广的行业组之一。它包括了多元化的跨国娱乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司，像迪士尼和时代华纳；地方有线广播公司和卫星广播公司有英国天空广播公司和美国康卡斯特公司等；广告巨头有奥姆尼康集团、WPP 集团（Wire & Plastic Products）、阳师集团（publicis groupe）等；多学科出版商有麦克劳—希尔公司（McGraw - Hill）、培生集团（Pearson）等。每个子行业都是独特的，下面将分别描述各个子行业的典型运营方式和共同特征。

电影和娱乐业

该领域的公司专攻故事片、电视和音乐这三种产品的生产与销售。这些公司通常都是多元化的企业集团，提供从品牌游戏到主题公园的一系列相关产品和服务。尽管进入壁垒很低，但是上规模的公司在与剧院和广播网谈判时有讨价还价的能力，并可以利用广阔的交叉营销机会。

商业（the biz）

故事片、电视和音乐这三类内容产品都有各自的盈利方式和销售渠道。

- **故事片**：像华纳兄弟、博伟影片发行公司和 21 世纪福克斯等全球主要的电影工作室和经销商，它们的收入来源于向影院销售故事片而收取的预付费用，以及一部分票房收入。影片在影院放映后，还会被制作成 DVD 销售给零售商和出租服务公司，也包括像 HBO 和 Showtime 之类的付费电视台。所有这些都是倚靠票房和收视率的成功。最终，经销商可能会把电影放映许可权授给某家电视广播公司。
- **电视**：许多电影制片厂也拥有电视制作工作室。制作工作室向广播公司销售节目，并从中收取费用和一部分相关的广告收入。多数大型的制作工作室都拥有自己的广播网，这减少了节目成本，同时又增加了广告收入。首映通常是独家授权的，但老节目可能会被打包——这意味着制作工作室可以向广播公司提供大量的、非专营的节目许可。为了补充广告收入，许多工作室还会销售 DVD 或提供在线节目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **音乐**：唱片公司的收入和利润往往只占到大型娱乐公司的一小部分，在面临行业竞争时，如盗版、转向数字发行，它们总是首当其冲。唱片公司早晚需要克服这些问题。唱片公司与艺人签订合同录制唱片。工作室事先会支付给艺人一笔预付费，在收回唱片成本之后才会支付余款（唱片收入的一部分）。

正如我们提到的，主要的电影公司和娱乐公司都是大型企业集团，它们从事各种媒体和内容业务。每个公司都有不同的收入和利润情况。尽管迪士尼、时代华纳和新闻集团属于同一子行业，但每家公司都有各自的收入和利润驱动因素，这些你都应该进行深入了解。表 4－6 列出了 MSCI ACWI 指数中的电影和娱乐子行业。

表 4－6　MSCI ACWI 电影和娱乐子行业

公司名称	市值（百万美元）	国家
沃特·迪士尼	43 318	美国
时代华纳	30 139	美国
新闻集团	24 979	美国
威望迪	29 245	法国
维亚康姆	12 464	美国
东宝	3 085	日本

资料来源：汤森路透

有线和卫星广播业

有线和卫星广播公司通过光纤和卫星转播方式发送节目，这些公司被称为多频道视频节目传输商（MVPD）。这些公司的收入来源于节目的订购费和广告收入，经营费用主要是为 ESPN 和 VH1 之类的电视频道编程。有线和卫星广播公司有着严格的进入壁垒和政府管制，注重现金流对利润的作用，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是它们的特点。在媒体业中，有线和卫星广播这个子行业比较独特，因为它是唯一不以节目和广告作为主要收入来源的子行业。

精英组

建设光纤网络或发射和维护地球同步卫星需要大量的资金投入，这导致了该领域强大的市场进入壁垒。在许多国家，政府是唯一拥有足够资金去建设和维修一个网络的组织。这就能解释为什么在美国之外的国家有这么多上市的有线和卫星广播公司。在美国，有线电视特许经营权赋予了MVPD在特定区域播放节目的特权。将该地区未来的预期现金流进行贴现，再加上附加费，这些权利对于所有的MVPD来说都过于昂贵了，除了最大的MVPD。

现金为王

有线电视特许经营权不仅非常贵，而且几乎还赋予了MVPD的区域性垄断地位。之所以没有成为真正的垄断者，唯一原因是卫星转播提供商的存在，尽管某些市明文规定禁止安装卫星天线。垄断限制了这些区域的竞争和发展。此外，政府监管（我们将在下个部分讨论）还限定了市场总份额。由于收入和利润增长受到限制，我们应该把重点放在那些关注净收入自由现金流的有线和卫星广播公司上。

自由现金流是经营活动产生的现金流扣除资本性支出后的差。从某种意义上说，自由现金流是企业的可支配收入。公司可利用这些资金进行收购、支付股息、回购股票或偿债。丰厚稳定的净利润与管理完善的资本性支出可以产生强大的自由现金流。然而，如果为了增加自由现金流而减少资本性支出，该公司则可能会让自身陷于竞争的劣势，比如说会碰上光纤网络升级的竞争对手。

规章制度

在美国，有线和卫星广播公司受到1934年《通信法案》和美国联邦通讯委员会（FCC）各种规章制度的制约。2007年，美国实施了对全国市场占有率30%的上限的规定，这限制了垄断的发生以及垄断利润的增长。对注定少了“有效竞争”的市场进行定价限制，阻碍了收入的增长。“必须执行”的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规定强制要求 MVPD 免费进行本地广播。乍一看，这些规定可能比较严厉。然而，有线和卫星广播公司的进入壁垒是如此坚硬，以至于管理垄断成了保护消费者的重要措施。

出版、广播和广告业

出版、广播和广告等子行业合并后的市值权重，要小于有线和卫星广播业，后者又低于电影和娱乐业。

出版业

三种主要的出版物为报纸、书籍和杂志。报纸出版商通过报纸发行和销售广告版面来获取收入。报纸的内容可以从新闻服务公司购买，比如美联社或路透社——通常是两者的结合。报纸的劳动力成本通常很高。与报纸一样，杂志出版商根据发行范围和渗透率制定广告费率。这两种企业现在也将它们的新闻放到网上，以此增加市场渗透率和营业收入。图书出版商更像是音乐工作室，而不像报纸或杂志出版商。它们向作者支付一笔预付款，在收回成本后，再根据收入或利润一定的比例支付给作者稿费。尽管出版商出版的书籍有一小部分属于教育类，但大部分书籍是为了消费领域。图书出版商的收入主要来自书籍销售。

广播业

广播业包括电台和电视台。电台通过销售广告时间获取收入，主要支出是为目标听众购买或创造电台内容。像哥伦比亚广播公司、墨西哥电视集团、迪士尼的美国广播公司、通用电气的美国全国广播公司和新闻集团的福克斯电视台等，也是通过这种方式获取收入。广告通过前期市场和现货市场两种方式进行销售。在前期市场中，广告客户在节目播出前就签订合同，锁定广告时段；而在现货市场中，广告客户可以灵活选择广告时段，通常一季度一次。大型市场中的广播公司通常隶属于制作工作室，前者为后者提供了全部的广告收入，而不是节目的转播费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

广告业

广告业发展非常迅速。广告公司通过为各种组织策划和制作传统或非传统的广告来获取收入。传统广告包括广告牌、电视广告、报纸广告和邮寄广告。非传统广告包括其他一切类型的广告，从互联网的弹出广告和垃圾邮件到游击式营销等。广告客户有公司、政党、军队、非营利性组织以及许多其他组织。做得好的公司收入丰厚，主要依靠其创造力和远见上的竞争优势。广告公司对经济增长具有敏感性，因为在经济衰退时广告预算通常是最先被砍掉的。该行业主要由少数几个大公司主导，即那些深受客户喜欢的，在策划、购买、跟踪和公共关系等方面具有较强综合能力的公司。

耐用消费品和服装行业组

耐用消费品和服装行业组分为以下 3 个子行业：

- 家庭耐用品。
- 纺织品、服装和奢侈品。
- 休闲设备及相关产品。

耐用消费品行业组的公司，专门制造和销售使用时间在 3 年以上的产品，包括电子消费产品生产商、住宅建筑商、纺织生产商等。这些行业往往被误认为是经济的领头羊，尤其是住宅建筑商——家庭耐用品的一个小的子行业。事实上，整个行业组仅占 MSCI ACWI 指数非必需消费品板块的 1.2%，占 MSCI ACWI 指数的权重还不到 0.1%。

同样，娱乐设施及相关产品这个子行业包括生产沙滩车之类的耐用品的公司，仅占 MSCI ACWI 指数非必需消费品板块的 0.5%，占 MSCI ACWI 指数的 0.05%。由于这部分的权重很小，所以本节将重点关注耐用消费品和服装行业组中最大的一部分，即电子消费产品行业（家庭耐用品业的子行业）以及纺织、服装和奢侈品行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家庭耐用品

电子消费产品公司是家庭耐用品行业的主要部分。这些公司开发、生产和销售电视、音频和视频系统、手机、游戏机以及其他各种电子产品。大多数电子消费产品公司都在日本，其特点是显著的横向一体化和严格的进入壁垒。

设计

日本公司代表了 MSCI ACWI 指数中电子消费产品子行业的 84%——这并非偶然。正如本系列丛书中的《工业投资》一书中所描述的，二战后日本的高速发展震惊世界。鉴于有限的自然资源和相对较少的劳动力，为了促进经济增长，日本将发展重点放在了电子消费产品之类的高增值产业上。避税政策、进口控制和贴息贷款促进了羽翼未丰的行业成长，同时，丰田公司的制造工艺在质量和效率上也有显著的提高。不久之后，日本电子产品公司主导了全球市场，从偌大的市场份额和规模经济中获益匪浅。

将多样化发挥到极致

现代电子消费产品公司是一个高度多元化的群体。第二次世界大战后，日本政府除了对经济的支持之外，还鼓励发展“经连体系”——企业横向或纵向整合成的企业集团。现代电子消费产品行业就展现了横向和纵向一体化的特点。

世界最大的电子消费产品制造商松下公司就是横向一体化的典型，该集团涵盖了电视、微波炉、真空吸尘器、电脑、数码相机、五金、运动器材、血液监控器和电池等生产领域。这些产品都是由松下公司旗下的专业生产公司（松下公司持有其大多数股份）制造的。不同业务的横向整合方式受益于广泛的品牌认知度——购买高质量电视机的消费者更愿意购买松下的电脑，而不是一个毫无经验的公司所生产的产品。同样，制造过程的内部控制保证了产品质量，并将供应风险降到最低。

然而，广泛的整合也有风险。横向整合使一家公司对于消费者支出有杠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杆效应，这让松下公司暴露于宏观经济趋势的风险之下，尤其是耐用品消费支出。此外，当商品和劳动力等输入成本特别低廉，且外部融资能力增强时，纵向整合的公司相对于其同行来说处于劣势。在这两种情况下，当需求减弱时，盈利能力也会迅速消失，因为这些公司依赖于其巨大成本的杠杆能力。

置身事外

绝对市场份额和横向或纵向整合似乎还不足以成为电子消费品行业的进入壁垒，因此，电子消费产品公司要想在这个竞争极其激烈的行业中保持盈利，就需要极大的资源。

广受欢迎的技术总是能够带来丰厚的利润，特别是对首推某产品的制造商来说，利润很可观。新产品的开发需要有大量的研发经费支持。在过去20年里，三大电子消费产品公司（松下、索尼和夏普），每年投在研发上的经费占到年收入的6%。[①]

一旦某种新产品得到成功推广，仿制品便开始流入市场，从而拉低了价格。例如，液晶电视在2006年流行于市，后来，大量的制造商涌入该行业。索尼宣称Bravia液晶电视价格降幅在25%～30%之间。[②] 为了抵消价格下降所产生的损失，制造商依靠巨大的生产量以实现规模经济。在厂房建设成本和营运资本的双重压力下，除非是资本化最好的公司，否则根本没有任何竞争力。

建筑商如何?

建筑商和其他小的家庭耐用品子行业（如家电、家居用品、家具等），只占MSCI ACWI指数非必需消费品板块的3%，占MSCI指数的0.3%。由于很难在不同地区建设同质房屋，规模经济收益有限，住房建筑商往往是中小规模的公司。但对于大多数人来说，住房将是他们一笔很大的开支。

---

① 资料来源：索尼、松下和夏普的年报，2000～2009年。

② 参见：Fred Fishkin and Jonathon Thaw, "Sony Says Prices for LCD Televisions Will Fall Less this Year," http://www.bloomberg.com/apps/news? pid=conewsstory & refer=conews & tkr=SNE: US & sid=a6ShvAizwVZg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房市的异常疯狂

2007 年，得益于新房建设的繁荣，住宅建筑商从中获取了巨大收益。贷款利率非常低，放贷就像打棒球一样成为美国的潮流。随着次级抵押贷款拖欠情况的加剧，银行作出回应，收紧贷款，住房需求下降，从而引发了数年的价格下跌。媒体评论员纷纷指责住宅建筑商，声称是它们不负责任的建设导致了存量过剩，压低了住房价格，并阻碍了新房建设。虽然房价涨涨跌跌，但 1929 年以来，住房建设占国内生产总值的比重平均只有 4%，即使在房市“泡沫”的 2007 年，也不过占到 4.4% 而已。

资料来源：经济研究局

纺织品、服装和奢侈品

纺织品、服装和奢侈品行业是一个混合行业，部分涉及零售业，部分涉及制造业。它的独特之处在于，常常被人们忽略。纺织品和服装制造商生产的服装提供给零售商。奢侈品生产商生产和销售各种定价昂贵、只针对最富有消费阶层的商品——从钢笔到皮包，从香槟到枪械。这两个行业都有其独特的需求驱动因素，这些因素值得我们深入探究。

纺织品和服装

纺织品和服装生产商（如耐克公司、VF 公司、琼斯服装集团等）生产服装和鞋类产品。这些公司大都采用多渠道经销策略，包括批发、零售和电子商务。通过批发渠道，服装生产商把产品销售给百货公司和其他专卖店。例如，VF 公司将其乐斯菲斯牌（North Face）服装卖给诺德斯特龙（Nordstrom）之类的百货零售商和 REI 等专卖店。乐斯菲斯牌服装也在 VF 公司旗下的乐斯菲斯零售店销售，同时还通过网络进行销售。对于某些品牌，VF 公司通过折扣经营店对未售出的或有瑕疵的存货进行清仓处理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多元化策略为纺织品和服装制造商提供了诸多好处。让我们再回到VF公司。VF公司允许其零售商店树立品牌形象，并测试新产品。倘若没有这些可以测试新产品的商店，VF公司可能会依靠百货商场的顾客，让他们购买未经测试的新款式服装，并以此树立品牌形象。这种方式对百货公司来说是有风险的，因此限制了VF公司的议价能力。

一旦纺织品公司树立了其品牌形象，并拥有通过了测试的产品可供销售，公司就能依靠百货公司的大订单获取收入。然而，大订单的利润空间更薄，所以控制生产、物流和管理成本是非常重要的。电子商务目前的容量还很低，但从其几乎为零的管理费角度来看，利润还是颇高的，并且网络直销让纺织品公司清理了滞销和有瑕疵的存货，从而无须通过零售商或百货商场进行大幅打折。

需求受到经济环境、销售预期和财务状况的影响。当经济形势良好时，纺织品生产商将接到批发商客户持续不断的订单，比如，百货商场用来补充存货的订单。然而，当销售预期下降时，它们将减少存货，从而避免对滞销产品的降价促销。此外，大多数零售商也通过短期融资购买存货。如果零售商的财务状况不好，其融资成本通常将偏高，这削弱了购买大量存货的能力，从而限制了纺织品生产商的销售增长。这些影响因素将纺织品生产商与其他零售商区分开来。理解他们之间的互动关系，将有助你决定投资去向和投资时机。

奢侈品

奢侈品生产商，如路易威登（LVMH）、历峰集团（Richemont）、爱马仕（Hermes）、宝格丽（Bulgari）等，出售各式各样的高质量产品。这些产品的价格不仅体现了其质量的好坏，还彰显出购买者的声望和产品的专属性。奢侈品采用昂贵的原材料制成，属于劳动密集型产业，并且在某些情况下（如葡萄酒或白兰地），奢侈品的上市需要花费好几年的时间。奢侈品的目标人群是那些不受经济大环境影响的富裕阶层，但经济增长仍然是需求的驱动因素——经济增长扩张了奢侈品的消费人群规模。需求的另一个影响因素是股市表现——那些财富基本不受经济增长影响的家庭一般从股票类的资产中获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取收益。当资产价值减少时，这些家庭的消费能力也在下降。

消费者服务行业组

消费者服务行业组分为以下 6 个子行业：

- 餐饮业。
- 酒店、度假村和游轮公司。
- 娱乐场和赌博。
- 娱乐设施。
- 教育服务。
- 专业消费者服务。

当新闻评论员说美国经济是“基于服务业”而不是“基于制造业”时，这些子行业提供的服务已经不完全是他们所指的内容了。金融和医疗保健服务占到了大部分的服务业开支。消费者服务业是 MSCI ACWI 指数非必需消费品板块中最小的部分，仅占 13%；同时只占 MSCI 指数的 1.1%。

餐饮业

餐饮业受到许多因素的影响，包括总体经济趋势、地理位置（是否接近居住中心和工作区）和消费者偏好等。与零售商一样，商店本身的销售额通常是最重要的衡量销售的方法。餐饮企业必须要管理食物、劳动力、租金和其他杂项开支，因为所有这些项目的价格都是不稳定的。另外，商店的维护、整修和市场营销费用（通常比较昂贵），也是要考虑的重要因素。公司运营采用两种形式：加盟连锁或经销商直营。在加盟连锁方式下，餐饮企业允许其他经营主体独立存在，并从中收取部分收入或利润作为回报。采用加盟连锁经营的餐饮企业，平均每家店赚取的收入相对更少，但不会有太大的波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凡事有利也有弊，拥有大量加盟连锁店的公司在物价上涨时期业绩突出，但当投入成本相对便宜时则表现不佳。

酒店、度假村和游轮公司

像餐饮业一样，酒店业务的前提很简单。其需求的主要影响因素包括总体经济趋势、地理位置（是否靠近商业和旅游中心）、燃料成本等。主要支出包括劳动力工资、租金或融资租赁费、维护和整修支出、广告投入等。酒店业也受到食物和饮料价格的影响。近年来，酒店经营者已经选择加盟连锁的方式进行投资，而不是直接拥有产权。像餐饮业一样，从理论上讲，这降低了利润的波动性，同时也为扩张腾出了资本。

游轮公司有些像水上旅馆，其经营费用包括燃料开支和其他昂贵的游轮海运费用等。离港航班费用往往是游轮消费者面临的最昂贵的费用，这将游轮需求与经济状况和航空旅游趋势联系在一起。游轮公司通过收取预订费、出售高价酒以及提供按摩等服务（这些往往是高利润项目）来获利。

娱乐场和赌博、娱乐设施

大型度假村和娱乐场的兴起，标志着赌博休闲方式从过去昏暗的、烟雾缭绕的拉斯维加斯赌场中脱离出来。该领域的公司规划、发展和经营着主要的度假村和娱乐场。现代娱乐场比单纯的赌博更加多样化，提供了住宿、娱乐和餐饮等一系列服务，通常还设有一个大型零售区。这部分行业受到经济增长、会议开支、地点选择、赌博诱惑等因素的影响，需求具有波动性。由于其业务属于劳动密集型，这些公司需要投入大量的资本进行前期开发和不断的后期维修。娱乐场在经济扩张时的获利能力非常强。不过，投资者需要注意政府对发放赌博许可证的控制，以及对娱乐场额外征收的特别税。即便是最大的娱乐场，这两种因素都对其有着重要影响，甚至会导致破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专业消费者服务

这部分的公司包括不能归为其他任何一类的公司。它们提供服务，但与前面提到的行业没有共同点。阿波罗集团、美国德锐大学、罗赛塔石碑等教育机构，以非传统的方式提供高等教育。报税服务公司 H&R Block 提供会计和投资服务。美国国际殡葬服务集团（Service Corporation International）和 Hillenbrand 公司提供葬礼服务和骨灰盒。另外，本部分还包括摄影工作室、拍卖行、美容沙龙以及许多综合业务公司。影响单个公司的服务需求因素，比经济发展趋势更重要。



本章回顾

非必需消费品板块的涉及面很广，因此了解每个行业组的运营模式以及需求如何转换为利润显得非常重要。非必需消费品公司向个人提供商品和服务。了解行业具体动态将为你的分析更进一步，比如进入壁垒、存货管理、位置选取和筹资方式等。尽管耐用品和服务业不能被忽略，但汽车及零配件行业组、零售行业组和媒体行业组是非必需消费品板块中的最大部分，应该重点关注它们。发达国家的非必需消费品权重比新兴市场大，但大市值公司指数中的非必需消费品权重低于小市值公司指数中的权重。

- 汽车及零配件行业组包括汽车制造商和零件供应商。在非必需消费品板块中，这是最大的一个行业组，其特点是经济敏感性需求、严格的进入壁垒和政府监管。
- 零售行业组包括专卖零售商、百货零售商、网购和邮购零售商以及经销商。它们的特点是消费者支出的杠杆效应，以及选址、存货及营销计划的重要性。
- 媒体行业组包括电影及娱乐公司，有线和卫星广播公司，出版、广播和广告公司。各种影响收入和利润的因素限制了产品的推广，但大多数媒体公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司还是通过发行和广告收入获得回报。

- 耐用品行业组主要包括电子消费产品生产商和住宅建筑公司。电子消费产品生产商依靠资金实力、规模经济和大量的研发预算来支撑销售额的增长，而住宅建筑公司通常表现为区域性的集中，并且其对整体收入的贡献并不像许多人认为的那样重要。
- 消费者服务行业组包括酒店、餐馆和娱乐场等。这部分行业的特点是，费用管理和连锁加盟策略很重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

非必需消费品板块面临的挑战

每个股市板块都面临着许多不同的商业和经济障碍。本章将探讨非必需消费品公司面临的两个主要挑战：一是如何在成熟市场上获利；二是如何应对具有波动性的需求。了解这两个挑战将有助于投资者判断一个公司的管理效力，并分析其利润超过或符合或低于预测水平的可能性。

挑战一：成熟市场中不断增长的利润

大多数非必需消费品公司分布在大的发达国家。对于丰田、麦当劳、塔吉特等行业领头者来说，通过传统方式（如店面数量和销售的扩张等）在主要市场上所赚取的收入受到了限制。与之相比，发展中国家因其广阔的地理区域而仍然有潜在市场。

非必需消费品公司寻求营业收入的持续增长。这需要稳定的主营业务收入增长和成本结构的改进，或两者的结合。成熟市场的收入增长主要通过市场份额的获得来实现，而持续的成本下降则往往是由经营效率的不断提高来驱动的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获取市场份额

市场份额的大小如果没有对比，单看数字是毫无意义的。假设一家公司拥有搓衣板或卡式录像机100%的市场份额，或者占有网球拍30%的市场份额，这又怎么样呢？市场份额的大小必须是相对竞争者来说的，而且是在相关的领域中进行对比。很明显，之所以100%的市场份额几乎一文不值，是因为没人关心在一个古老产品上的优势。再看网球拍的例子，如果最有力的竞争对手的市场份额达到70%呢？那么这家公司30%的市场份额看起来就不大了，且想要获得更多的市场份额似乎也是不可能的。相反，如果某家公司拥有20%的市场份额，紧跟其后的三个竞争者的市场份额分别为8%、4%和3%，则这家公司可能实际上占有重要市场地位。所以，我们必须更深入地理解竞争格局。

同样，在评价市场份额时，理解大的市场份额所带来的好处非常重要，因为据此可以判断一家公司是否利用了这个重要的优势。市场份额相对强大的公司会拥有更多可以抵消生产、开发和管理成本的销售额，从而创造更多的利润。并且，它们在投资未来项目和消费低迷时期实行降价策略方面，拥有更大的自由。相对较大的市场份额是一种强大的战略象征。公司建立市场份额的主要方式有：

- 有效的市场营销和促销。
- 产品创新。
- 收购。

有效的市场营销和促销

有效使用一个好的营销策略，包括传统广告、品牌建设和促销，可以赢得公司持久的市场份额以及宝贵的品牌忠诚度。

凭借赞助和促销这两种方式的结合使用，体育用品生产商为争夺市场份额展开了激烈的竞争。举个例子：卡拉威尔高尔夫公司是一个处于世界主导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地位的铁杆和推杆生产商，在2008年经济衰退时，它成功地夺取了更多的市场份额。经济疲软时期，高尔夫俱乐部的销售额下跌惨重，因此，卡拉威尔公司开始加大了网络广告宣传力度，在许多种棒球和铁杆产品上都开展“买一送一”的促销活动。尽管收入仍然在下降，卡拉威尔公司却报告其在美国的市场份额增加了3.1%。[①] 此外，随着打折商品迅速卖出，该公司清理了足够多的存货，提前推出公司在2010年度的俱乐部新产品。大家都知道，高尔夫俱乐部会员是“粘性”客户——一旦对某俱乐部感到满意，他就不愿意再换俱乐部了。在这种情况下，当经济反弹时，卡拉威尔扩大的市场份额就可能会带来更多的利润。

促销仅仅是营销的一种类型。蒂芙尼公司是世界第二大奢侈饰品公司[按销售额排名，第一名是历峰集团（Richemont）旗下的卡地亚公司]，它拥有世界上认可度最高的（因此也最昂贵的）品牌之一。用其管理者的话来说，蒂芙尼的品牌理念就是设计出“独一无二的最重要的产品”。[②] 蒂芙尼珠宝通常都没有复杂的设计——强调由金、银或铂金材质制造的心形设计，以及只带有单颗珠宝的戒指。那为什么其他公司不能设计出同样的产品，侵占市场份额呢？其实并非没有公司尝试过。然而，蒂芙尼品牌的魅力在于能唤起人们的经历和情感共鸣。1961年的电影《蒂芙尼的早餐》是具有标志性的，蒂芙尼的高级店面强化了极其奢华和顶尖级别的公司形象。无须惊讶，美国几乎所有的女性都知道蒂芙尼的蓝色包装盒（事实上，蒂芙尼公司在美国拥有一个彩色商标“蒂芙尼蓝”）。相对于其竞争者，蒂芙尼品牌的影响力已经使得公司现有的市场份额越发持久。

没有一个营销策略能适用于所有市场情况。了解一家公司的营销策略目标，能帮助投资者判断该营销策略从长期来看是具有积极影响还是消极影响。在卡拉威尔的案例中，公司愿意用短期利润来换取市场份额。而蒂芙尼则拒绝在2008年和2009年经济不景气时对其珠宝进行大幅降价。蒂芙尼公司认

---

① 资料来源：彭博财经。

② 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为降价可能会削弱其品牌声誉，侵蚀其市场份额。只有时间才能证明一切。

产品创新

公司提高市场份额的另一种方法是产品创新。通过以适当的价格引进新产品、新技术和新服务，公司能够赢得更大的行业利润份额。例如，20 世纪 90 年代后期一场数字内容革命的开始，促进了电视技术的革命。

在美国，DVD 电影于 1997 年首次发售。高清电视节目于 1998 年开始转播。尽管两项技术使得音质和视觉效果得到显著改善，但它们都是逐渐才流行起来的。尽管没有人会否认新的形式不是一种进步，但当时的电视屏幕清晰度依然很差，而且新的数字电视也没有让非专业观众感觉到有太大的区别。于是制造商瞅准机会，依靠液晶显示器（LCD）和等离子显示器（PDP）之类的新技术，开始研发高清平板电视机。

随着电视机的发展赶上了新的存储方式和播放格式，市场份额发生了转变。第一个转变就是从传统的显像管电视机转向 LCD 或 PDP 电视机。在 2005 年后期，显像管电视机仍然是主导技术，占全球电视机销售量的 80% 以上。① 但到 2009 年，随着人们对数字电视的青睐，LCD 和 PDP 电视机的全球销量份额达到了 75%。②

随着 LCD 技术的进步继续削弱 PDP 电视机生产商的市场份额，第二次市场份额的转变正在进行中。早期的 PDP 电视机比 LCD 电视机有明显的质量优势，因为更高的刷新率和对比度提供了更清晰的图像和颜色。到 2005 年，全球 20% 的平板电视机销售是 PDP 电视机。从那时开始，LCD 生产商结束了两种电视机之间较大的质量差距。到 2009 年，LCD 电视机具有比等离子电视机更高的刷新率、更高的对比度和更低的能耗。因此，像三星、索尼等 LCD 电视机生产商正在占领市场，而 PDP 电视机生产商（如松下）则没能获得更大市场份额。

LCD 电视机生产商一方面在强调 PDP 电视技术的缺陷（如烧屏和更高能

① 资料来源：《电子时报》。
② 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耗），另一方面又在宣传 LCD 电视技术的进步。通过这种营销方式，LCD 电视机生产商的平板电视机销量份额从 2005 年的 80% 增加到 2009 年的 91%。当主要的 PDP 生产商（如松下和三星）专注于针对烧屏和高能耗问题进行技术改进，并降低电视价格的时候，LCD 生产商正在美滋滋地享受着巨大的市场占有率所带来的益处，如规模经济和消费者熟悉度等。

收购

收购竞争对手是增加市场份额的快速方法，尤其是在一个由高信誉公司所主导的饱和市场中。然而，当评估收购的利弊（已经超出本书的探讨范围）时，有很多需要考虑的问题。在建立持久的市场份额过程中，（正确的）收购可以使利润得到大幅提升。2006 年美国惠而浦公司收购美泰克就是一个很好的例子。

2004 年，全球家电行业由 4 家公司主导：惠而浦、通用、伊莱克斯和美泰克。这些公司控制了近 93% 的“6 核”家电行业，包括洗衣机、干衣机、冰柜、灶具、洗碗机和电冰箱。[①] 美国这个世界最大的家电市场，正处在房地产市场繁荣期。由于将产品制造转移到海外，国内大多数行业正从不断攀升的销售额和更低的生产成本中获取收益。

然而，美泰克正在艰难前行。它曾经以质量和信誉著称（你可能还记得电视广告中那些无所事事的修理工），但 21 世纪初一系列错误的措施，使得美泰克公司濒临破产。[②] 面对新家电生产商的竞争，美泰克公司的市场份额有所削减，同时，由于之前没能将生产转移到低成本市场，导致其生产成本比同行更高。先前的收购所产生的繁重债务还限制了新产品的开发。随着产品质量不断下降，百思买（Best Buy）开始停止销售美泰克的产品，家得宝（Home Depot）也大大缩减了美泰克产品在其卖场的占地面积。

到 2005 年年中，中国家电制造商海尔公司曾经与两家公司共同参与了对

---

① 参见：“Industry Note: New Appliance Share Data Highlights Regulatory Challenges for WHR/MYG,” Citigroup Global Markets Research (September 6, 2006).

② 参见：Michael Copeland, “Stuck in the Spin Cycle,” *CNN Money* (May 1, 2005), http://money.cnn.com/magazines/business2/business2_archive/2005/05/01/8259675/index.htm (accessed December 10, 2009).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美泰克的收购投标。由于美泰克拥有北美六大核心家电市场15%的份额，倘若海尔公司成功收购美泰克，它将会立即进入世界最大的家电市场。随后的几个月，行业领导者惠而浦（控制了近33%的北美六大核心家电市场份额）进行了一系列的竞争性投标，并最终以28亿美元（以现金、股票和承担债务的形式）收购了美泰克。合并后的公司在北美六大核心家电产品的市场份额达到了48.5%，占有绝对优势，其中某些产品（如洗衣机）的市场份额合计达到了75%。[①] 股票持有人都为此次收购欢呼雀跃，因为惠而浦一夜之间增加了近50%的市场份额。此外，惠而浦规模的壮大和美泰克过时的生产方式，意味着削减成本的大好机会到来了。

并购分析

并购如何影响这个行业？这取决于交易以什么样的方式成交。当一家公司用现金（手上的现金或融资获得的现金）收购了另一家公司，则被收购公司不能再作为一个独立的上市公司存在。这些股票从市场中移除了，从而减少了该板块的股票供给。因为股价是由供求决定的，如果非必需消费品板块的股票需求保持不变或增加，则这将对价格有积极的影响。如果该板块许多公司都被现金收购的话，这种推涨力量则会更加强大。

并购也可以通过股票形式交易。例如，A公司价值200亿美元，B公司价值100亿美元，则总的股票供给价值300亿美元。假设A公司想收购B公司。通常A公司将溢价支付，可能是20%，即120亿美元。A公司发行价值120亿美元的新股票，B公司则不复存在。之前我们拥有300亿美元的股票总供给，现在我们有了320亿美元的股票供给。如果这种情况在大范围内发生，且非必需消费品的股票需求没有增长如此之快，这将对板块股价产生消极影响。

---

① 参见："Industry Note: New Appliance Share Data Highlights Regulatory Challenges for WHR/MYG," Citigroup Global Markets Research (September 6, 2006).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购也可以通过部分现金和部分股票进行交易。例如，A 公司支付 60 亿美元现金和 60 亿美元的股票收购 B 公司。但大多数现金/股票交易往往会导致整体股票供应的减少，这也是一个看涨的因素。

怎么知道现金收购或现金/股票混合收购在何时更可能发生呢？这需要关注债券收益率和盈利收益率。债券收益率代表了公司的借款成本；盈利收益率是市盈率（P/E）的倒数，即 E/P（每股的收入与价格比）。当 E/P 大于债券收益率时，公司可以更低的借款成本买到盈利收益率更高的公司——高盈利收益率与低债券收益率之间的差额就是利润。选对了，不仅收购交易能获取融资，并且能使收购方的盈利立即增加。收购方的每股盈利增加了，在其他条件不变的情况下，股价将作相应变动。这种强大的激励促使着 CEO 们收购其他公司（或回购公司自己的股份——同理适用）。正如我们在 2005 年、2006 年和 2007 年看到的，当利率普遍下降且债券收益率低于盈利收益率时，就是并购高发时期。

以上所述是对板块范围内的影响，对单个股票的影响还得同时考虑其他因素，至少在短期是这样。在近期，华尔街对并购消息的反应时而积极，时而消极。作为投资者，你应该了解并购在长期如何影响一家公司，也不要因为近期下意识的反应而动摇，这都是至关重要的。要想使并购达到效果，公司应该寻找适合自身现有业务的目标，或设法引入具有竞争力和价值的新业务。

改善经营效率

企业可以通过获取相对较大的市场份额而受益，这些益处也可以通过有效的成本结构来获得。更低的支出会带来更大的利润率，为持续的产品投资和市场低迷时期的降价提供支持。另外，供应链管理完善的公司存货更少，可以腾出更多的资本进行投资，并能灵活应对急剧的需求变化。将生产转移到低成本地区、改善供应链和规模扩张管理，这些只是非必需消费品公司使成本结构效率最大化的其中一些方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他条件不变

讨论经营效率的影响时，重要的是考虑“其他条件不变”（ceteris paribus，该词来源于拉丁语）。为什么更高的市场份额，或更有效率的生产，或供应链管理，能够改善利润率？虽然我们可以对这些问题进行逻辑论证，但外部因素常常会混淆这些分析。

例如，尽管惠而浦收购美泰克本应大幅提高其收益（其他条件不变的情况下），但事实上，自2006年第二季度惠而浦收购美泰克后，失控的商品通货膨胀和住房市场“泡沫”的破灭却削弱了其利润率。

更好的地方

许多公司已经将生产转移到成本低的经济体，但仍然有大量可以改善的地方。通过将生产设施搬到具有较低劳动力、原材料或运输成本的地区，公司可以在不牺牲质量和服务的情况下降低边际生产成本。边际成本是指每多生产一单位的产品所带来的成本。假设价格不变，拥有低边际生产成本的公司较同行而言，在每单位产品上将获得更多的利润，并能在较低价格水平上维持其盈利能力。通常，在经济发达地区的生产成本要大于在发展中地区的生产成本。

将生产转移到低成本地区看上去可能很容易，然而有些因素却导致公司无法检查其生产基地。加入工会的雇员能阻止公司将生产转移到廉价区域。一旦脱离了管理层的直接控制，工厂效率和质量将下降。商业纠纷和政治纷争也会对盈利或生产效率产生消极影响。例如，对于美国零售商来说，在越南生产服装更便宜，但如果在管理运输成本方面缺乏经验，运输价格的变动可以很快侵蚀掉低廉生产所节约的成本。此外，对外币敞口也必须进行战略性的管理。

供应链管理

供应链是一个将某种产品或服务从供应商传送到消费者的系统。一个管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理完善的供应链可以让管理层能够监管质量控制，在增减存货方面具有更高的灵活性，在面对需求水平或趋势变化时能作出更迅速的反应，最终获得更高的毛利率。供应链活动通常可以分为产品规划、原材料购买、生产和销售 4 个环节。在此，我们将简单介绍一些成功管理各环节的例子。

- 产品规划：对于一个全球性的多元化服装公司来说，进行产品规划不是一件容易之事。拉夫—劳伦公司，世界一线服装生产商之一，在 2009 年中期给股东们留下了深刻的印象。尽管销量较 2008 年同期降低了 20.7%，但公司的毛利率同比上涨了 5.2%。[①] 这些都是通过提早规划产品种类、巩固供应商订单来实现的。随着交货时间的延长和出货量的增多，公司通过船运而不是空运货物，节约了资金。
- 原材料购买：原材料购买就是用最低的成本获得可靠的原材料供给。有多种方法可以做到：公司可以自己生产需要的商品，可以直接从第三方或者供货商处获得。其目的是将原始进销价差（Initial Mark Up，IMU）最大化。例如，一顶 15 美元的帽子，公司从第三方购买需要支付 5 美元，而自己生产只需要 4 美元，为使 IMU 最大化，公司将选择生产成本更低的那种方式。Dress Barn，一家专业的女士服装零售商，选择直接购买原材料。通过巩固小供货商的大订单，Dress Barn 可以获得更实惠的价格，同时又能保证产品质量。事实上，在过去 5 年里，Dress Barn 的毛利率平均为 39%，而行业平均为 35.5%。[②]
- 生产：管理生产运营非常复杂，尤其是对在全球拥有多样化生产和分销网络的汽车制造商来说。丰田，世界最大的汽车制造商之一，通过建立强大的海外生产能力，灵活应对了各区域迥然不同的消费偏好和需求水平，以及外汇敞口风险。例如，为应对北美市场巨大的 SUV 需求，丰田在得克萨斯州和印第安纳州建立了年产量为 47 万辆的 SUV 专业制造公司，以更好地满足

---

① 资料来源：彭博财经。

② 资料来源：彭博财经，截至 2009 年 9 月 15 日。同业包括罗素 2000 指数中的价值服务零售商。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当地需求，同时还减少了美元敞口风险。[①]（对制造业更深入的分析请参看本系列丛书中的《工业投资》一书）

- 销售：公司一旦有成品存货，就需要确定如何最有效地将产品卖给消费者。对于拥有高效销售系统的公司来说，无论是将产品卖给公司旗下的商店、合作的零售商，还是直接卖给消费者，每单位产品它们只需承担较低的运输成本，并且其存货仅占用较少的周转资金。亚马逊公司，世界上最大的网络零售商，在美国拥有15家以上的销售网络中心。通过销售网络管理，它们一直将商品保持在低价位。过去10年里，亚马逊公司总体存货的平均周转次数超过了13次。[②] 相较而言，塔吉特公司的存货周转次数是6.5次。[③] 较高的存货周转速度提升了亚马逊公司在存货上的投资回报，同时也为增加投资释放了资本。

扩张管理

对于一个成长中的公司而言，提高利润最容易的方法就是扩张。然而扩张的问题在于，它会使现有的业务缺乏重心。世界最大的咖啡店星巴克，就是一个很好的例子。星巴克在1992年首次公开上市时就拥有119家店，到1998年年底，它拥有1 886家店。10年之后，也就是2008年，星巴克的店铺数量达到了16 680家。[④] 在这10年里，星巴克股票以6%的平均年增长率跑赢了标准普尔500指数。星巴克的成功促使公司实验了不同的业务种类，比如食物、音乐和消费类产品。但到2008年年底，情况发生了改变，其毛利率从过去10年的平均57.7%降到了52.7%，降幅明显。[⑤] 同样，其营业利润率也从过去10年的平均9.6%降到了3.1%。这是怎么回事？

根据星巴克CEO霍华德·舒尔茨的说法，星巴克由于扩张过快而忽略了其核心竞争力。他说，由于一味地关注店铺扩张，星巴克剧场——勺子舀豆

---

① 资料来源：彭博财经，截至2009年9月15日。同业包括罗素2000指数中的价值服务零售商。
② 资料来源：彭博财经。
③ 同上。
④ 同上。
⑤ 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子的声音，新鲜烘焙咖啡的味道，咖啡师倒咖啡的动作——已被丢失了。[①] 舒尔茨认为，导致星巴克销售额陡然下降的因素就是这两个，而不是经济疲软。不要被忽悠了，这仅仅是 CEO 在转移注意力，事实只有一个——星巴克扩张过度，并已经付出了代价。

为了使公司好转，舒尔茨实施了诸多计划，包括减少开店数（有近 1 000家店被关闭），以及重新专注于咖啡。星巴克宣布，其在美国已经关闭了 800 家店，在 2008 年关闭了近 160 家海外店铺。新的店铺计划是年内能从之前的 1 600 家降到 900 家。[②] 为了将重心放在煮咖啡上，以确保星巴克著称的质量，星巴克以关闭店铺为代价让其雇员进修煮咖啡。这次进修被宣传为一个重归“开始”的方式，不过，它的确实现了对雇员的再培训，从而提高了工作效率，并减少了产品浪费。星巴克不再使用某些食物，因为这些食物的味道会干扰现场煮咖啡的香味。同时，星巴克还将其媒体运营外包给第三方。

到 2009 年第一季度，公司的毛利率开始提高。随着业绩不佳的店面的关闭、浪费的减少和店面扩张的限制，利润又开始增长。到第三季度，毛利率从 2008 年年底的 52.7% 增加到了 56.6%，经营利润也从 3.1% 增加到了 9.4%，增幅达两倍之多。[③]

挑战二：管理需求波动性

除了少数例外，几乎所有的公司都面临着需求波动性。能源公司要应对油价的波动；材料公司面临着全球存货过剩问题；技术公司可能会由于新品改革而被淘汰。对于以上每一类公司，需求波动性是影响其利润最显著的因素，因为每家公司的收入流都有潜在的替代需求。以材料公司为例，它销售

---

① 资料来源：彭博财经。
② 同上。
③ 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化学润滑剂给某家工厂，以确保工厂机器运作顺畅。在经济衰退时，这家工厂可能会减少一些订单，但不会完全砍掉，因为工厂需要这些润滑剂来维持机器的运转。对于非必需消费品公司，替代需求是不可靠的，这意味着需求趋势的轻微变动对整个收入都会有巨大的影响。这是非必需消费品的需求特性所产生的副作用——根据定义，这些产品不是必需品，所以在经济困难时期，这些开销往往被首先砍掉。

会计“准则”

尽管所有公司都遵循一套会计准则这一点无可非议，但这种情况并非经常发生。

在这个部分，利润表里列出的产品销售成本被用以描述费用杠杆。但要注意，不是所有的公司都采用这种方法来记录销售成本。事实上，公认会计准则（GAAP）或国际财务报告准则（IFRS）并没有要求公司必须遵守。

例如，诺德斯特姆公司和梅西百货公司是两家非常类似的公司，但它们对费用的记账方式却截然不同。仅一个区别：诺德斯特姆公司将店铺租金、购买成本和折旧计入销售成本，而梅西百货公司将这三项计入销售、管理与行政费用（SG&A）。由此产生的结果是，诺德斯特姆公司的毛利率大大低于梅西百货。然而，如果采用同样的会计准则来计算双方的毛利率，情况则会不同。

当你进行分析时，务必要清楚你所比较的公司是如何进行费用记账的。这些差别看上去细微，却可能产生巨大的影响。

需求波动主要对收入、盈利和存货产生影响。为了说明这些因素是如何影响一家公司的运营的，我们设想一个虚拟的汽车制造商 Fion 汽车公司，并为之设置三种场景。2007 年，Fion 汽车公司的收入为 1 亿美元，销售成本为 8 000 万美元。销售成本包括直接可变成本和直接固定成本，前者如原材料和劳动力成本，后者如工厂、土地和设备的租金或融资租赁费。毛利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润（收入减去销售成本）是 2 000 万美元，毛利率为 20%。这些在表 5－1 中都已列出。

表 5－1　Fion 汽车公司在 2007 年的毛利润率（单位：百万美元）

	2007 年	计算
收入	100	N/A
成本		
直接可变成本	30	N/A
直接固定成本	50	N/A
产品销售总成本	80	可变成本加上固定成本
毛利润	20	收入减去产品销售成本
毛利润率	20%	毛利润除以总收入

我们在第四章提到，汽车需求具有很高的波动性。表 5－2 描述了三种不同的收入增长情况：温和的增长（10%）、更强劲的增长（60%），以及收入下降（－30%）。

表 5－2　Fion 汽车公司 2008 年的收入增长（单位：百万美元）

	场景一	场景二	场景三
2007 年收入	100	100	100
2008 年需求增长	＋10%	＋60%	－30%
2008 年收入	110	160	70

回想一下，需求波动性往往对毛利率具有很大的影响。这是因为一部分产品销售成本是相对固定的（例如厂房的租用）。在表 5－3 中，请注意可变成本如何随着需求的变动而变动（如果一家公司多销售 60% 的汽车，那它就需要多购买 60% 的原材料），而固定成本则保持不变。这就是经营杠杆（Operating Leverage）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5－3　Fion 汽车公司 2008 年的成本改进（单位：百万美元）

	场景一	场景二	场景三
2007 年成本			
直接可变成本	30	30	30
直接固定成本	50	50	50
产品销售总成本	80	80	80
2008 年成本增长			
直接可变成本*	+10%	+60%	-30%
直接固定成本	0%	0%	0%
2008 年成本			
直接可变成本	33	48	21
直接固定成本	50	50	50
产品销售总成本	83	98	71

* 在其他条件不变的情况下，直接可变成本与销售增长保持一致变动。

当我们基于这三种不同的场景计算毛利润时，需求波动的影响就变得更加清楚了。表 5－4 显示了这种影响过程。

表 5－4　Fion 汽车公司 2008 年毛利润（单位：百万美元）

	场景一	场景二	场景三
2007 年收入	100	100	100
2007 年产品销售成本	80	80	80
2007 年毛利润	20	20	20
2007 年毛利润率	20%	20%	20%
2008 年收入	110	160	70
2008 年产品销售成本	83	98	71
2008 年毛利润	27	62	(1)
2008 年毛利润率	24.5%	38.8%	-1.4%
2008 年毛利润变化率	35.0%	210.0%	-105.0%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场景一描述了经营杠杆是如何产生作用的。对于非必需消费品股票，经营杠杆没有什么特殊之处。但正如我们之前提到的，需求波动是分析非必需消费品股票时主要的考虑因素。

场景二显示了利润率是如何随着收入增长而快速增长的。在非必需消费品板块中，虽然更高的利润率很少被认为是公司的一种“挑战”，但剧烈而突然的需求变化有时可能会让管理者头疼不已。例如，如果存货不能满足需求，公司将失去一些市场份额。这对大件商品生产商来说损害特别大。同样，向高需求市场快速运输额外的存货，可能导致高于预期的供应链费用。通常情况下，投资者更愿意承受这些风险。

场景三说明了30%的销售下降会导致105%的毛利润下降，从而导致亏损。这种波动性主要有三个风险。首先，利润减少意味着用于未来产品开发和日常经营的费用更少了。其次，随着囤货的累积，低于预期的销售导致了高于预期的存货（关于存货风险请参考下面框中的内容）。最后，许多非必需消费品公司依靠可循环利用的信贷额度来解决大部分短期融资问题。这些信贷额度受制于双方签订的债务契约。债务契约规定了公司利润相对于债务的比率。当利润下降时，公司需要与授信方重新协商信贷条款，通常是一些对公司不利的条款。有时，由于利润相对于债务减少得太多，银行拒绝在某些可行信贷条款上进行协商，偶尔会因此导致公司破产。

对存货的说明

仅仅关注收入和利润增长比较容易，但对于许多公司来说，存货是导致公司盈利或亏损的关键因素。买得太多，满仓库都是没人要的产品，似乎注定要被清除出架（意味着无利可图）；买得太少，你会眼睁睁地看着竞争对手赚走了本应属于你的收入。

存货是用手头的现金购买的，包括经营过程中产生的现金流以及通过短期融资借来的现金。很少有公司会提前付款。在大多数情况下，公司会先进货，然后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 60~90 天后（即可能卖出货物之后）支付货款。但当销售减少导致存货增加时，公司要么降价清仓，将余款支付给供应商；要么维持价格不变，用现金或借款为囤货支付欠款。这就是事情棘手的地方。

对于许多非必需消费品公司来说，债务融资的主要方式是可循环利用的信贷额度。为了保持充分的借贷能力，公司必须遵守债务契约。在公司的贷款协议中一般会有债务条款。债务契约通常会要求公司维持一定的利润负债率。尽管在协议中这被称为杠杆率，但我们不应将其与财务杠杆（直接用负债除以所有者权益）混淆了。为计算出信贷协议中的杠杆率，应该用净负债（总负债减去现金）减去过去 12 个月的 EBITDA（扣除息税、折旧和摊销前的收入）。

公司被迫用借款或现金支付存货时，净负债增加，导致杠杆率上升。要减少净负债，管理者可以打折出售存货，为新产品上架扫清障碍，并释放出可用于投资的资本，这会导致利润的下降。如果降价还不够，则可能停产。如果固定成本由较少的产量摊销，停产就会减少边际利润率。更低的利润同样可以提高杠杆率。当销售额迅速降低时，公司就违背了债务条款，从而失去了融资资格。通常，这是走向破产的第一步。

对波动性进行战略管理的公司可以利用需求变动获得利益。调整价格以清理存货，减少成本以缓和利润的下降，重新协商信贷额度以保证可以融资，这些办法都可以弥补需求下降所带来的严重损失。需求中断让投资者有机会识别出能将行业波动性转换成自身优势的公司。

个案研究：卡拉威尔高尔夫公司

让我们分析一下某公司是如何应对非必需消费品板块所面临的一些最艰难的挑战的。由于消费者对经济状况的担忧以及国家对贷款的限制，美国耐用品消费支出减弱了，卡拉威尔高尔夫公司因此面临着严重的需求波动。随着利润的下降和负债的增加，卡拉威尔似乎越加可能违反债务契约，但其管理部门果断采取措施以减少存货并加强财务状况，同时获取更多的市场份额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每况愈下

到了2008年年初，美国的耐用品消费支出减少——同比增长率从2007年的大约5%下降到1%。疲软的住房市场和对次贷损失的担忧，使得消费者失去信心。2008年期间，美国耐用品支出比2007年降低了4.3%。然而，卡拉威尔在此期间的收入降幅还不到1%。但在2009年第一季度，收入同比下降了25.8%，跌幅惨重，令管理者和投资者大吃一惊。

第一季度销售的下降直接影响着毛利润，使其下降了32.9%。更低的销售数量使固定成本的分摊变得薄弱，毛利润比2008年同期降低了4.9%。净收益也从2008年的3 970万美元降到680万美元，这导致了1 700万美元的现金流出和库存现金减少一半。于是，卡拉威尔陷入了违反债务契约（尤其是杠杆率）的风险之中。

债务契约的杠杆率计算回顾

计算卡拉威尔的杠杆率（按照贷款协议中给出的定义）很简单，只需要用总负债除以前4个季度的EBITDA之和。卡拉威尔的杠杆率必须低于2.75。表5-5描述了卡拉威尔在发布一季度季报后的杠杆率计算过程。对于2009年第一季度的杠杆率，你可以先把过去4个季度的EBITDA进行加总（$24.9 - $19.4 - $3.0 + $70.8），然后用2009年一季度的债务（$147.1）除以EBITDA之和，结果等于2.0，这符合低于2.75的要求。

表5-5 卡拉威尔公司的杠杆率（单位：百万美元）

时期	EBIDA	债务	杠杆率
2006年第一季度	43.6	85.0	1.5
2006年第二季度	46.7	110.3	1.7
2006年第三季度	(8.2)	60.0	1.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

时期	EBIDA	债务	杠杆率
2006 年第四季度	(12.8)	80.0	1.2
2007 年第一季度	64.9	155.0	1.7
2007 年第二季度	70.7	55.4	0.5
2007 年第三季度	10.7	0.9	0.0
2007 年第四季度	(20.8)	36.5	0.3
2008 年第一季度	17.8	155.6	2.0
2008 年第二季度	70.8	135.0	1.7
2008 年第三季度	(3.0)	40.0	0.6
2008 年第四季度	(19.4)	90.0	1.4
2009 年第一季度	24.9	147.1	2.0

资料来源：彭博财经

由于存在季节性，卡拉威尔将在前两个季度累计债务，在后两个季度偿还债务。加之卡拉威尔在季末的库存现金只有 1 950 万美元，这意味着要大量偿还债务是不可能的。若经济情况没有显示出改善的迹象，管理部门预计，公司需要在第二季度对信贷额度进行重新协商，以避免公司违背债务协议所规定的杠杆率。

抓住机会

由于需求和盈利的持续下降，卡拉威尔可能会严重违背债务协议，整个公司陷入了困境。一个季度的需求波动已经威胁到卡拉威尔公司的正常经营。但是三个月之后，卡拉威尔重新获得了市场份额，存货也随之减少，并且偿清了所有的债务。这是一个了不起的壮举，但它是怎么做到的呢？

公司管理层解决的第一个问题就是减少存货。正如本章之前提到的，积极的“买一送一”促销活动，加上零售商减少进货以及大范围的经济疲软，导致第二季度销售额较去年同期下降了 17.4%。然而，大幅度的降价提高了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需求量，较高的季度存货周转次数和总存货减少了3.4%便是很好的证据。随着旧货售空，新货上架，存货的减少促进了现金流入。新产品的推出和销售量的上升为公司增加了3.1%的市场份额。尽管卡拉威尔成功地清理了存货并释放了现金，但持续的经济疲软和大幅的降价无法实现 EBITDA 的强劲增长，这意味着卡拉威尔仍然需要处理它的债务契约。

卡拉威尔的信贷额度是由 8 家银行联合提供的。要修改它的债务契约需要联合组织的批准。宽松的债务契约通常伴随着高利率，而高利率会限制利润，所以，其他选择有时比重新协商更具吸引力。卡拉威尔没有采取重新协商，而是发行了1.4亿美元的可转换优先股，股份数增加了31.5%。出售股份所获得的收益和存货减少所产生的现金，让卡拉威尔还清了所有债务，并在第二季度时还拥有5 000万美元的库存现金。

出于对高波动性需求的果断处理，卡拉威尔增加了市场份额，减少了存货，并加强了财务状况。尽管近期内不利于利润增长，但管理者所采取的措施为公司未来的发展打下了坚实基础。



本章回顾

许多非必需消费品公司的收入和利润主要来自成熟市场，因此，公司很难通过开新店之类的传统方法实现收入增长。这要求管理重心一直要放在增加市场份额或降低成本上，或者兼而有之。

- 广告、卓越的产品质量、收购，可以提高市场份额。
- 有效率地对商品和服务进行原材料购买、产品规划、生产和销售，能够使成本最小化。
- 非必需消费品公司面临剧烈的需求波动性，而需求波动性对公司的影响不仅仅是盈利能力。
- 存货质量和遵守债务协议，是两个容易被忽略的因素。
- 理解非必需消费品公司如何在成熟市场实现利润增长以及如何管理需求波动性，是分析非必需消费品股票的关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章
家庭债务——神话和机会

如果你认为我们在第三章没有提到获得信贷是消费者支出的影响因素是一种遗漏的话，那你就错了。贷款有巨大的经济效益。人们喜欢将债务妖魔化。但是，想象一个没人能借入资金的世界，在这个世界中，大多数人都无法轻易地购买住房、汽车，以及上大学，甚至可能在第一次工作面试时没钱买一个公文包。这绝对不是一个理想的世界。

信贷弥补了现在的消费和未来收入之间的空白。消费者在购买汽车之前，不必存够买一辆汽车所需的全部资金。他们可以用未来的财富进行贷款，现在就去买车。信贷也可以通过财务杠杆的作用增加投资者的回报。如果借款成本低于资产回报，这两者的差额就是利润（扣除了交易和其他相关成本）。大多数个人都是通过资产抵押进行贷款，企业则是通过信用贷款或发行债券来融资。

有一个被广泛认同的说法，即今天的消费者支出主要是由信贷驱动的——如果缺少了信用卡和房屋净值贷款，消费者支出将会大幅减少。本章将说明，信贷并不像许多人认为的那样在发达市场里是重要的驱动因素；然而，它在新兴市场却有着蓬勃生机。如果这一切都是有悖于直觉的，那就对了——投资机会往往隐藏在反直觉的后面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发达市场的家庭债务——一个非常有用的工具

经济开始疲软时，信贷是一个容易受到攻击的目标。例如，大家都认为“信贷泛滥”是造成近10年来消费增长的主要原因，并且因此而发生了2008年秋季的信贷危机。很多报纸都认为，消费者利用低息抵押贷款和邮件邀请进行注册申请预核准的低息信用卡，如此一来他们让自己“过度杠杆化”了。但如果将多年的消费增长仅仅归因于信贷扩张，就忽略了经济增长对可支配收入和消费支出的影响。在发达市场，可支配收入的增长——而不是信贷——是消费者支出最重要的影响因素。

尽管可支配收入是非必需消费品支出的关键影响因素，但我们应该指出，2008年的“信贷危机”肯定导致了支出的减少，只是并不像许多人认为的那样严重。由于短期信贷市场的冻结，公司没有足够的资金支持运营，经济开始放缓，许多工作在此过程中也被淘汰掉。随着贷款限额的减少和信贷额度的冻结，许多消费者停止了消费，然而，是失业让事情雪上加霜，而不是信贷缺乏。我们将在本章后面更详细地讨论信贷对消费者支出的影响。

家庭债务

当人们提到“过度负债”的消费者时，他们很可能是指（至少在美国）美联储定义的“家庭债务”。这包括住房抵押贷款和消费信用贷款（如图6-1所示）。绝大多数的家庭债务是住房抵押贷款，包括未偿还的按揭贷款和房屋净值贷款。剩下的是消费信用贷款，包括非循环消费信用贷款（汽车贷款、教育金贷款）和循环消费信用贷款（主要是信用卡）。

住房抵押贷款是债务的一种。这种债务不仅将现有支出和未来收入联系起来，也可用于投资套利。如果没有贷款（这里指抵押贷款），住房购买者需要在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买房之前存够所需的全部资金。这样的话，除了最富有的家庭有能力购房外，其他一般家庭只能望而却步。然而，贷款填补了今天的消费（房屋价值）和明天的收入之间的空白，使得人们能够经常地买卖房屋。贷款也提供了一种投资套利的方法。你用借来的钱去购买一项资产，且资产收益率高于你的贷款利率，那么你就能获得收益。比如，你的房子以 10% 的比例增值，而你的抵押贷款利率为 5.5%，那这两者之间的差额就是你得到的收益。然而，大多数人通过消费信贷购买住房，并不是为了等这些房子增值（棒球卡收藏家和集邮爱好者可能对此提出异议，但通常来讲，信用卡一般不用于购买大件增值资产）。

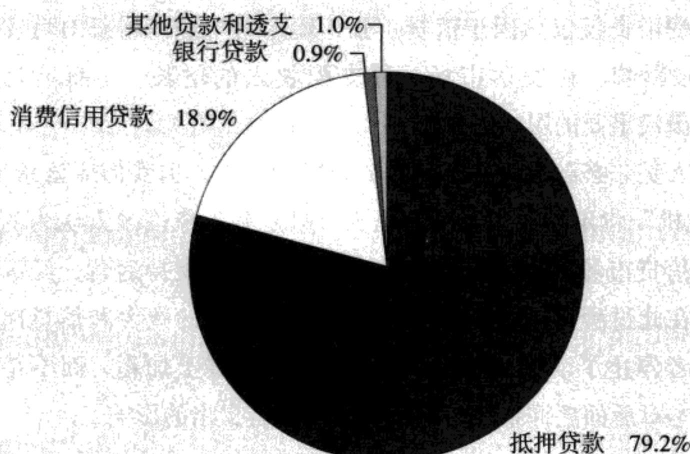


图 6－1 家庭债务构成

资料来源：美联储，截至 2009 年 9 月 17 日

房地产的"财富效应"

近年来有一个很流行的理论，叫做房地产市场的"财富效应"，即产权收益提高了消费者的实际财富，并因此促进了消费。房屋价值确实有一定的影响力，但"财富效应"并没有该理论的提出者所设想的那么大。当然，随着住房价值的增加，在 20 世纪 90 年代和 21 世纪初，消费者支出的确在增加。但这两者很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能是巧合，而不是因果关系。我们知道，尽管在2007年、2008年间住房价格开始走低，但消费者支出却在继续上升。当房价在2008年和2009年间暴跌时，消费者支出仍然保持相对坚挺——更加紧密地与可支配收入联系在一起。

图6-2描绘了1970年以来消费者支出、可支配收入和房屋净值的走势。正如你所看到的，可支配收入和消费者支出有非常紧密的关系。然而，无论是在房屋净值于2006年大涨时，还是在房价暴跌之后不久，房产价值的增长没有影响到消费者支出。

有些消费可能是由抵押贷款所驱动的，但事实上并不见多。在美国，抵押贷款利息的支付方式是通过扣税，借贷成本和住房增值之间的长期差别将有利于个人净资产的增长。而对于消费信用贷款，其连接支出与收入的作用也不再是促进消费的重要因素了，因为今天的融资消费必须在未来进行偿还，并且其代价是未来更多的消费。

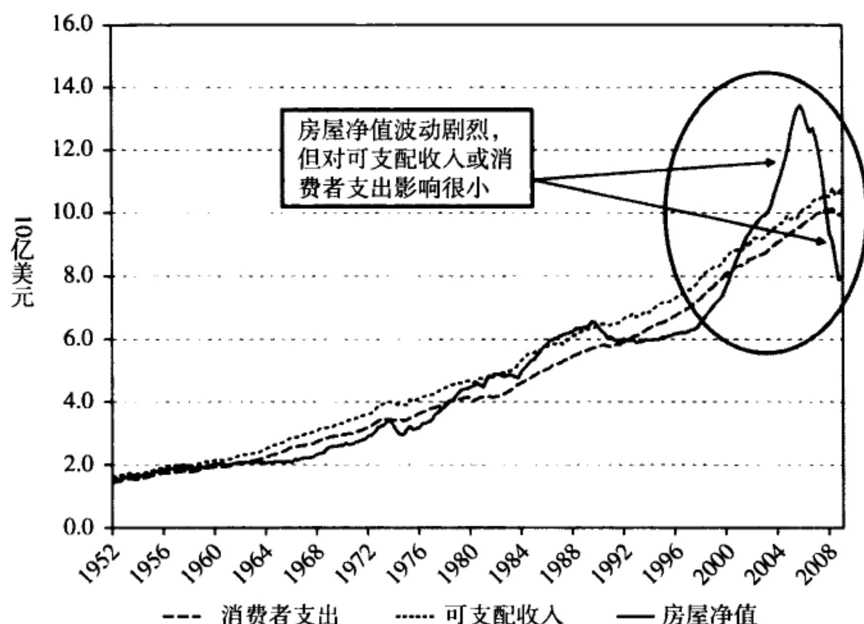


图6-2　可支配收入，而非房屋净值

资料来源：汤森路透

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的房子不是自动取款机

2007 年和 2008 年还有一个流行的新闻头条，即抱怨那些“肆意挥霍的”消费者，他们刷爆信用卡，并利用他们的房屋净值贷款进行消费——把他们的房子当做一个公认的 ATM 机在用。这种说法比较吸引人，但很少有证据表明该行为是普遍存在的，或者对实际的消费者支出产生了促进作用。

房屋净值是通过“抵押净值提取”（Mortgage Equity Withdrawal，MEW）实现的。获得方式有三种：第一种，也是最普遍的，是通过住房销售产生的资本所得，即用房屋销售额减去抵押费或买卖手续费。其他两种形式——再融资提现和住房净值贷款——比较相似，都是房主以住房的当前净值去贷款。

如果“抵押净值提取”是消费者支出的影响因素，我们将能观察到房屋净值和消费者支出之间有很强的关系，或者至少“抵押净值提取”和消费者支出之间有很强的关系。然而，正如图 6－2 指出的，消费者支出和房屋净值收益之间的关系充其量只能算微弱。以“抵押净值提取”方式融到的资金主要用于再投资其他住房（不属于消费者支出部分）。事实上，90％的交易资本收益都被再投资到住房上，而通过再融资和房屋净值贷款融得的资金，花费在额外消费方面的还不到 30％。[1] 这些资金大多都用于支付其他非抵押贷款债务，比如信用卡和汽车贷款。

从 1991 年到 2005 年，“抵押净值提取”资金占年消费者支出的比例平均只有 1％。如果计算更加宽松的话，还可以包括用于偿还非抵押贷款的“抵押净值提取”资金，因为有人认为债务可能是为消费筹资。如果加上非住房贷款偿还的资金，“抵押净值提取”占年消费支出的比例在 1991～2005 年期间的平均值为 1.7％。[2] 由此看来，住房很难作为消费能力的主要来源。

---

① 参见：Alan Greenspan and James Kennedy，“Finance and Economics Discussion Series：Sources and Uses of Equity Extracted from Homes”（March 2007），http：//www. federalreserve. gov/PUBS/feds/2007/200720/200720pap. pdf（accessed December 10，2009）.

② 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再融资提现和住房权益信用额度

再融资提现和房屋净值贷款允许房主可以花费尚未兑现的房屋净值。例如，尤克斯先生有一幢价值450 000美元的住房，其中75 000美元是未偿还的抵押贷款，375 000美元是房屋净值。如果自他最初贷款以来利率下降了，尤克斯先生可能会想用75 000美元的未偿还抵押贷款进行再投资。如果尤克斯先生所借资金超过了75 000美元，并将该收益用于它处，而不是减少抵押贷款债务，那么，他就有效地将其部分房屋净值变成了现金。房屋净值贷款使得房主可以房屋的净值获得贷款，而不需要对抵押贷款余额进行再融资。

有时候，仅有信贷是不够的

房屋净值仅仅是信贷消费增长的一部分原因。其他类型的债务，像个人信用额度、汽车贷款和信用卡，也都是消费者支出潜在的影响因素。正如所讨论的，当借款很容易获得时（银行愿意借款），消费者支出应该会增长，因为消费者利用债务为其消费提供了资金支持。我们承认，信贷的可获得性有助于大件商品和服务的销售，否则，如果消费者必须存够全部的钱，那么大件商品和服务的购买可能会被推迟。但我们不认为在发达经济体中信贷是重要的影响因素。

从1966年开始，美联储就已经公布了《银行高级信贷主管意见调查研究》(SLOS)，该报告调查了全美的银行信贷主管，问其本周贷款是否可能比上周的多。回答“可能更多”的人数与回答“可能更少”的人数之差（还要考虑说“不变”的人），为衡量信贷可获得性提供了一种方法。如果信贷可能性是消费的一个影响因素，那么SLOS的调查结果和消费之间应该有很强的关系。然而，自1966年以来，信贷可得性每变化10%仅能解释消费变化的0.4%。在经济衰退时，这种影响也不过增加到1.3%。[①]

① 参见：Kimberley Beaton，“Credit Constraints and Consumer Spending”（September 28，2009），http：//www. policypointers. org/Page/View/10052（accessed December 10，2009）.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

既然消费者支出的增长率从一位数上升到了两位数，那么这就是一个很有意义的关系吗？不完全是。我们再来看接下来的例子。信贷员打开贷款的闸门，SLOS 调查显示，信贷可得性增加了 10%。与此同时，消费者支出较上一年增加了 1.5%。大约 0.4% 的增长应归因于信用可得性。然而，支持一个健康贷款环境的条件，同样也可以支持消费者支出的增加、良好的就业形势、工资上涨、更高的可支配收入和更优惠的利率。再次，我们承认信贷获得与消费支出有关，但不是因果关系。驱动消费支出的因素，我们更倾向于第三章所讨论的那些。

新兴市场的巨大机会

在美国和其他发达国家，我们能轻松地获得信用卡、汽车贷款、抵押贷款等。但在许多新兴市场，这些可能是相对较新的创新，并且对许多人来说并不那么容易得到。消费贷款，尽管在许多新兴市场肯定更加成熟，但在有些国家却仍然十分罕见，因为那里的金融市场不太发达，而且有些银行由于高利率和通货膨胀而不愿意贷款。

在发达市场，住房贷款不是影响消费的重要因素，但在新兴市场，住房贷款的扩张则是一种机会。这是为什么呢？因为在发达市场，任何能用或想用信贷的人都已经用了。当然，贷款人数仍然会有小幅增长——例如，孩子满 18 岁就能成为一个“新”的信用卡使用者了——但还不足以改变现状。在许多新兴市场，由于政府和央行会采取积极的措施，这些措施使得能够使用和承担信用贷款的房主人数越来越多。

因为贷款更容易获得，这些地区有更多的人可以将现在的支出与未来的收入联系在一起，于是消费者支出不断增加。无论是在新兴市场还是在发达市场，今天的借债消费意味着明天消费支出的减少——这是一个不争的事实。然而，如果当初只有 100 个消费者有信用卡，突然间有 400 个人能通过信用卡借款了，那么消费就会增加。同样，正如前面章节所提到的，让更多人获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得抵押贷款会给消费者提供更多投资套利的机会。

当信用贷款在先前从未有过的地方可用时，它对当地消费和经济活动的影响可能是很巨大的。最好的例子就是巴西，金融创新、利率下降和经济增长的联合影响，大幅拉动了其信用贷款和消费者支出的增长。如果其他新兴市场也沿着巴西的发展道路走，那么信贷对全球经济的有利影响可能是巨大的。

个案研究：巴西信用贷款驱动的消费繁荣

对一个国家的整个金融体系成功地进行彻底改革是一件棘手的事，而且通常也是很危险的。但巴西的改革，虽然遭遇数次挫折，但已经取得了巨大的成功。在过去 15 年里，它的发展历程简直就是一个奇迹。通过控制政府开支，设定通胀目标和建立金融基础设施以支持证券化市场，如今的信贷比以往任何时候都更能便捷地获得，贷款成本也更低廉。这为巴西的消费者支出提供了一个持久的推动力。

压制通货膨胀

在 20 世纪 80 年代末 90 年代初，巴西遭受了严重的超级通货膨胀。当油价上涨时，美国喜欢大呼“通货膨胀”！许多投资者肯定会记得美国在 20 世纪 70 年代和 80 年代遭受的高通货膨胀。但即使在通胀的最高点，美国也不会真正把它称做“超级通货膨胀”。考虑这种情况：从 1988 年到 1994 年，巴西的通货膨胀平均每年是 1 677%，1990 年通货膨胀几乎达到了 6 000%。[①] 图 6-3显示了巴西自 1980 年以来的通货膨胀率。面对如此高的通胀水平率，银行将贷款利率设定得相当高，这只能让消费者望而却步。

---

① 资料来源：汤森路透。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

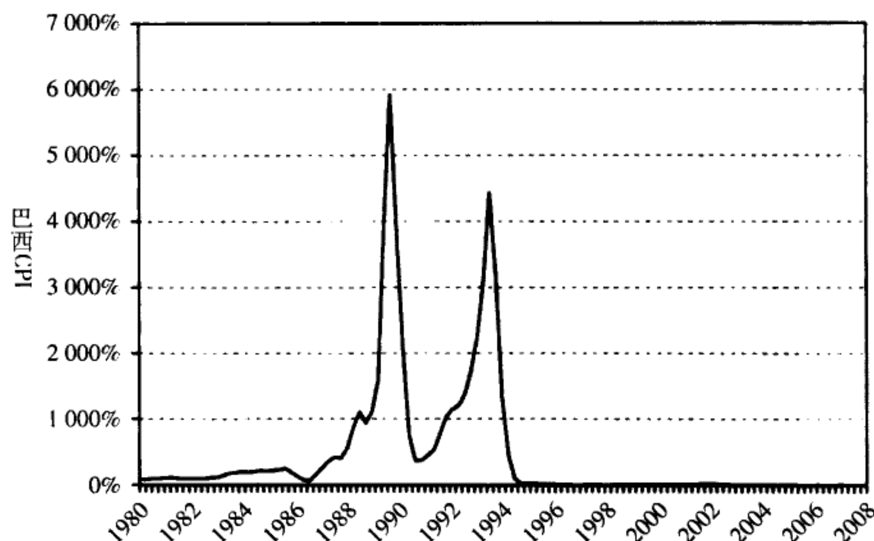


图 6－3　巴西的年化 CPI

资料来源：汤森路透

这看起来是一个牢不可破的循环。无效的财政政策导致了巨额赤字，而巴西政府又将其货币化。货币化的债务意味着政府只是靠印刷新钞票去偿还债务，而不是借进新的资金或利用税收。除了货币供应增加、推动通货膨胀，这没有创造任何价值。根据当前的法律，工资和消费价格都被计入通货膨胀，这导致了“惯性通货膨胀”。巴西好几任总统都曾试图通过控制价格和工资来打破这种循环，但都未能产生持续的影响。结果，通货膨胀率高达几十倍，消费者借贷也降到最低（如果有的话）。

1994 年，财政部长费尔南多·卡多佐提交了“雷亚尔计划”（Plan Real）。这个计划是双管齐下——首先打破惯性通货膨胀循环，然后控制财政政策。卡多佐引进了一种新的货币，最初叫做“价值的实际单位”或“雷亚尔”。新货币最初盯住美元，但随后又允许浮动。

首先，用雷亚尔兑换了当时的货币克鲁赛罗雷亚尔。慢慢地，工资和价格也转换为雷亚尔。随着雷亚尔盯住美元的解除，雷亚尔的币值比迅速贬值的克鲁赛罗雷亚尔更稳定。许多外国投资者预计巴西在处理货币问题时会再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次失败，他们有好几次都试图破坏新货币的稳定。然而，事实上，新雷亚尔对美元的汇率更加坚挺了，并帮助巴西吸引了大量的外国资本。随着外国资本的流入，政府可以偿还债务了，也不用去印刷引起通货膨胀的货币。同时，卡多佐提议将政府以前拥有的企业私有化。他认为，如果没有政府的控制，这些企业的运营能更加有效率，使利润最大化，并扩大税基。

随着通货膨胀的缓和，银行能够以更优惠的利率放贷了。图 6－4 展示了雷亚尔计划实施后通货膨胀是怎么降下来的。随着通货膨胀的缓和，贷款利率也趋于缓和。图 6－5 说明了利率下降如何促进消费者贷款。虽然有许多改善，但消费者的贷款环境仍然属于起步阶段。

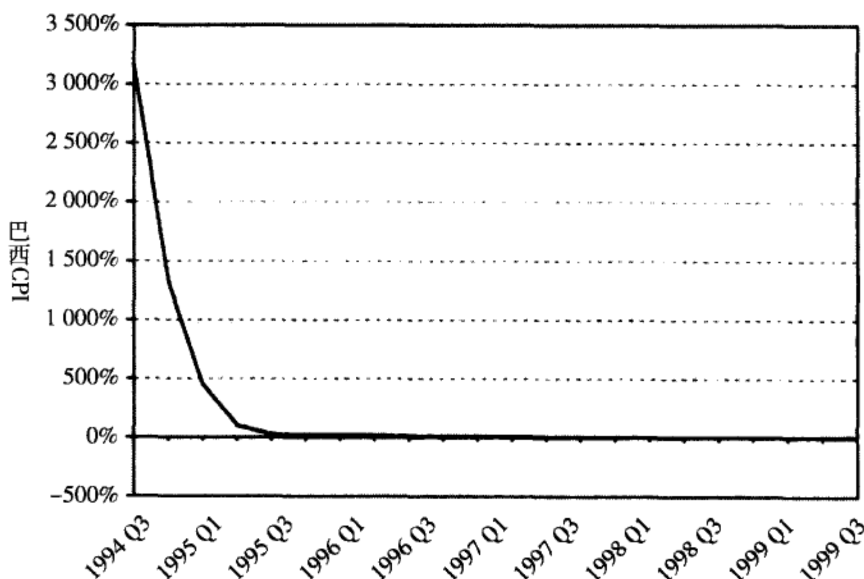


图 6－4　巴西的年化 CPI（1994 年中期～2000 年）

资料来源：汤森路透

然而，较低的通货膨胀对消费者的影响是巨大的，尤其是对中低收入阶层来说。低收入住房拥有者通常不够资格开设一个储蓄账户；在当时，储蓄账户也是与通货膨胀挂钩的。随着通货膨胀得到控制，低收入住房持有者的工资和消费能力不再被急剧上涨的通货膨胀立即侵蚀。尽管最初不受欢迎，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

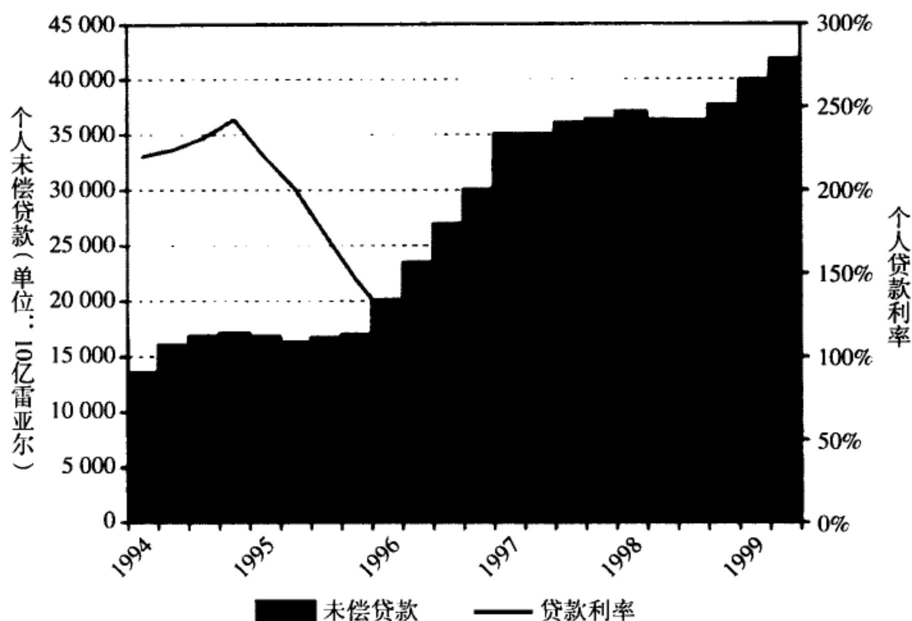


图 6－5　个人贷款利率和未偿债务

资料来源：汤森路透

但“雷亚尔计划”的成功，帮助卡多佐在一年后赢得了总统大选。

5 年后，卡多佐总统将通货膨胀目标纳入央行的正式货币政策。通货膨胀目标在很大程度上是一种公信力操作——央行与市场是相通的，从而提供透明的利率决策。这样做可以使借款更加容易，因为贷款风险减少了，银行对贷款的风险溢价要求也因此降低。同时，卡多佐还通过了《财政责任法》，明确规定了政府的支出和借款限额。在多年泛滥的赤字支出后，这是一个可喜的变化。币值稳定、通货膨胀目标制度和财政支出限制的联合作用，使得银行拆借利率和贷款利率降低了，也提高了银行贷款能力。

流动性，流动性，更多的流动性

控制通货膨胀仅仅是巴西信贷改革的开始。事实上，在 1997 年引入的房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地产金融体系，为住房贷款的证券化建立了一级市场和二级市场。通过将不动产应收账款证券化，放款人能够更加快捷地获得贷款，而无须承担额外的债务或等待回收贷出去的款项。由于放款人不再遭受原始贷款的违约风险，因此能够向潜在的借款者提供更低的利率。

由于投资者要熟悉证券化市场的条款和功能，所以证券化在很多年后才开始流行。随着 2000 年和 2001 年证券化的发展，巴西央行设立了“应收账款投资基金”，允许对几乎所有形式的应收账款进行证券化。来自个人贷款、企业交易账户、汽车贷款、政府债务、公共服务、教育金贷款等项目的应收账款，都允许被证券化。图 6－6 说明了 2001 年年底的政策变化如何加快了个人贷款的增长速度。

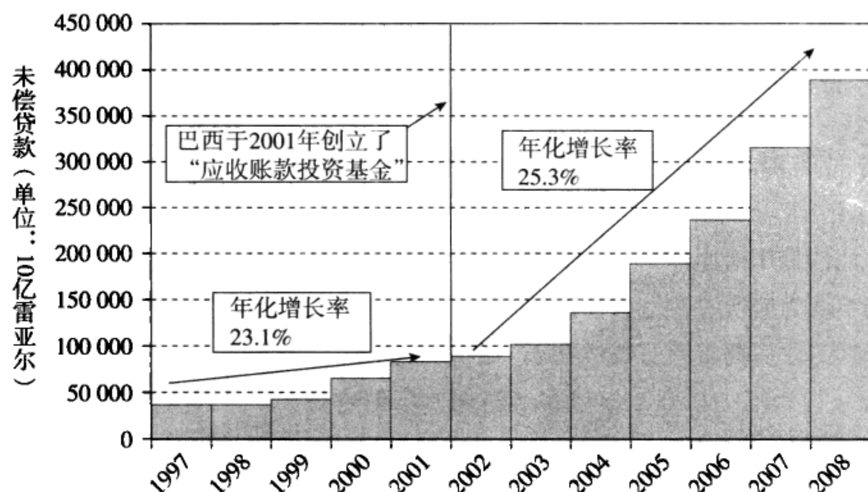


图 6－6　1997～2008 年个人贷款者的未偿贷款

资料来源：汤森路透

2008 年年末至 2009 年年初的金融风暴后，为了抵消情绪驱动的信贷紧缩，巴西央行再次提高了流动性——这次是通过降低银行存款准备金率，从 45% 降到 42%。相对稳定的货币（与历史情况相比）、可控的通货膨胀、较低的利率、方兴未艾的证券化市场和对存款准备金限制的放松，这些因素的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结合导致了对巴西消费者和企业的大规模信贷扩张。

证券化：减少风险和流动性的方法

尽管证券化在2008年年末/2009年年初的熊市后受到批判，但它并不是媒体评论员口中的魔鬼。证券化最多只是起到金融媒介的作用。让我们看看第五章中虚拟的汽车制造商Fion汽车。Fion汽车的贷款机构（FMAC）向消费者乔提供了汽车贷款。在接下来的5年里，FMAC每月都从乔那里收到还款。最初借出去的钱要等若干年才能收回。然而，通过证券化，FMAC能将贷款票据卖给第三方。第三方把资金一次性支付给FMAC，作为交换，他有权获得FMAC原始贷款所产生的现金流。然后，FMAC又可以将那笔资金贷出去，而不是等着收回最初贷款的偿还。

信贷对消费者支出的影响

从信贷作为连接当前支出和未来收入的桥梁，以及套利工具的角度来说，我们不认为消费者在巴西使用信贷的方式与美国有实质的不同。能够使用信用贷款的住房拥有者的数量在不断扩张，这反过来促进了整个消费者支出的增加。事实上，从2007年年底证券化市场创建到2008年年底，消费者支出的年增长率为11.1%。[①] 2001年，证券化市场的扩张加快了消费支出的增长。到2008年，消费者支出的年增长率提高到了11.5%。[②] 图6－7描述了不同的增长率。

让人印象深刻的是，这种增长比巴西整体经济的增长都更快。随着时间的推移，消费者支出与全国GDP的增长应该保持一致的步调。当GDP增长驱动着消费者支出时，信用贷款扩张的影响是不容忽视的。事实上，在之前我

① 资料来源：汤森路透。
② 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

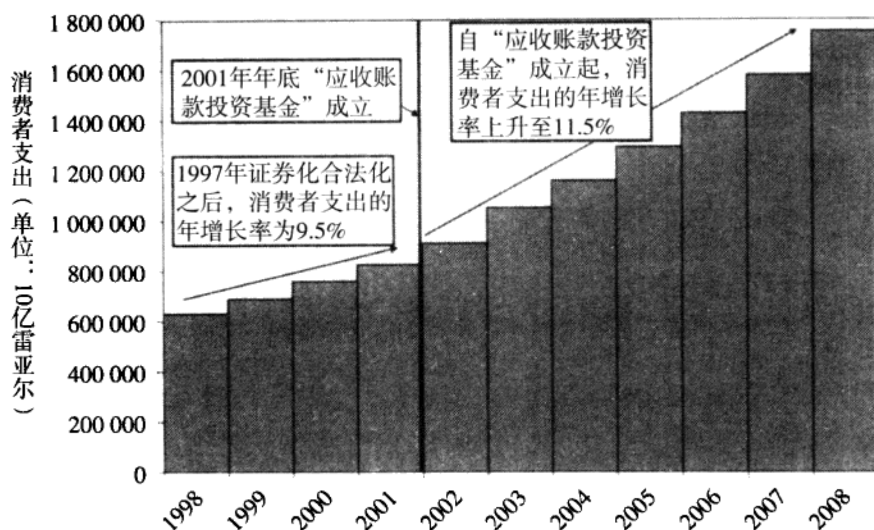


图 6－7　巴西的消费者支出增长

资料来源：汤森路透

们评估过的期间内（从 1997 年到 2008 年、从 1997 年到 2001 年、从 2001 年到 2008 年）比较一下消费者支出和 GDP 的年增长率，消费者支出的增长率超过了 GDP 的增长率，超幅分别为 7.8%、7.5% 和 9.0%，因此，信贷可获得性的扩张与信贷可承受性的提高对消费者支出有显著的影响。

机会出现

在过去的 15 年里，巴西已经发展成为新兴市场中的经济强国。如今，巴西消费人群的收入不断增长，可获得信贷的人也越来越多，这填补了巴西对自身丰富自然资源的出口需求。巴西采取的措施未必受欢迎，也肯定不容易。然而，巴西所取得的成果其他国家是可以复制的。除少数例外（例如韩国），发展中国家的金融市场几乎没有像巴西这样发达的。如果新兴经济体的政府能够沿用巴西的方法，将会大大促进经济增长，提高可支配收入和消费，并且对非必需消费品板块可能也是相当有益的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本章回顾

信贷在发达市场并不是消费者支出的重要影响因素。然而，它提供了有价值的服务。

- 信贷有两个作用：将当前消费与未来收入联系起来；在借款成本和投资回报之间提供套利空间。
- 房屋净值收益通常被再投资到其他住房上，或用于减少非抵押贷款债务。
- 大多数消费者信贷最终还是以未来的支出为代价进行偿还。
- 新兴市场的信贷能促进消费，因为信贷市场还不发达，并且市场渗透率低。
- 巴西由于长期失控的通货膨胀、不稳定的货币、泛滥的赤字和高利率，贷款几乎为零。但它后来的发展是新兴经济体如何促进信贷使用的范例。
- 扩大信贷市场能提高消费者支出，因为更多的住房持有者能够获得信用贷款，而且抵押贷款的获得为投资套利提供了支持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3

Consumer Discretionary

费 希 尔 投 资 系 列

第三部分

像投资组合经理人一样思考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

自上而下分析法

要是你看好非必需消费品板块，你该将投资组合中的多少比例投入到非必需消费品股票中呢？25%？50%？100%？这个问题涉及投资组合管理。大多数投资者只考虑一家公司的好坏（比如“我喜欢美国钢铁公司，所以我要买点儿它的股票”），而不考虑这家公司是否适合整体投资组合，这可不是理财的好办法。

在本书第三部分，我们将向你展示如何像投资组合经理人那样条理清晰地分析非必需消费品公司，如何使用行业分类基准，以及在非必需消费品板块如何运用自上而下分析法。然后，我们在第八章将深入探讨证券分析，为你提供分析任何公司的框架，并讨论一些在分析非必需消费品公司时需要思考的重要问题。在第九章中，我们将给出一些投资于非必需消费品板块的特殊策略。

投资是一门科学

如今有太多投资者认为，投资蕴涵着某种“规则”，要想长期获得投资成功，只需要找到正确的投资规律。这种想法显然是不对的。为什么呢？因为众所周知的、被广泛讨论的信息全部都已经反映在了股价当中。这是市场理论中的一条基本原理，常常被称为“市场有效”。所以，如果你关注的股票上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了头条新闻，那么你再根据这条信息进行交易就没有任何意义了——因为它已经被考虑到了股票价格之中，你已经错过了这次机会。

如果所有已知的事情都反映在了价格上，那么战胜市场的唯一方法就是获知别人不知道的消息。想想看：年复一年，无数精明的投资者和经验丰富的专家都被市场打败，他们中大多数人获得信息的渠道比别人要多，或者至少是一样多。这是为什么呢？

人们通常把投资当成一门技术，他们认为，“要是我学会了价值投资的技术并且掌握了其中的规律，那么我就能成为一名成功的投资者。”这种想法显然是不正确的，因为从含义来看，所有关于价值投资的常规思维方式都将众所周知，并因而体现在价格上。毫无疑问，和你抱有同样想法的投资者还有很多，他们都和你一样盯着同样的指数和信息。所以，这些信息并没有多大用处，甚至投资技巧本身也没有那么神秘——各大高校都有传授，成百上千的专职人员在全球各地实践。这里没有优势。

此外，不同时期人们对各种投资风格的偏好不同——长期来看，没有一种投资风格或类别在本质上比其他的更胜一筹。你可能觉得价值投资能够打败市场，但事实上成长股有时也会打败价值股。

战胜股市的关键在于不断变化，永远不要只想着某个单一的投资方法；此外，还要收集还没有被市场体现出价格的信息。换句话说，你不能死抱着一套“规律”就期望将来能够跑赢大盘。

那么，你要如何战胜市场呢？你需要将投资当成一门科学。

爱因斯坦的大脑与股市

要不是阿尔伯特·爱因斯坦一心想要成为20世纪最负盛名的科学家，他很有可能在华尔街叱咤风云——但不是因为他的高智商。我承认，他极其聪明，但高智商本身并不能使他笑傲市场（如果可以的话，那么麻省理工学院的教授们都可以成为富翁，不用再教书了）。我们之所以说爱因斯坦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够在股市上获得成功，是鉴于他的思维模式和工作方法。从爱因斯坦少有的投资记录上，我们得知他做得并不出色。他在一些不良债券投资中输掉了大半诺贝尔奖金。[①] 艾萨克·牛顿向世人提出了动力学三大定律，但即使是这样的智慧，也没有让他在投资中受益——他在18世纪“南海泡沫”事件中输得一塌糊涂。他后来解释道，“我可以算出星星的运动轨迹，却算不出人的疯狂。”

那么，我们凭什么认为爱因斯坦能够成为一名出色的投资组合经理人呢？当然，是在他用心的情况下。一句话，爱因斯坦是一名真正的科学家，极富创造才能。他并不盲从已知的物理定律，他将先验知识、逻辑思维和创造力与严谨科学的验证手法相结合，创造出一种全新的宇宙观。换句话说，他不断改变着思维，获取别人不知道的知识，这正是投资者必须做到的两点（但不用担心，你并不需要将微积分学得多么好）。

爱因斯坦的个性正是他的优势所在，他确实拥有可以战胜市场的头脑。许多科学家仔细研究他的作品、他的演讲、他的讲座，甚至是他的大脑（的确如此），试图揭秘他的智慧所在。总的来说，他之所以能成为天才，就在于他处理信息的方法，思维的创造性，挑战权威的勇气，以及不懈地提出同代人从未提出的问题，并寻找问题的答案。

大多数传记作家及爱因斯坦的同代人都认为，爱因斯坦最突出的天赋之一是他掌握“大局”的能力。与那些容易沉溺在纷繁数据中的科学家不同，爱因斯坦能够立足于纷争之外。换句话说，他能够将同代人看到的信息以另一种方式进行理解。事实证明，他确实是对的。他用其才智从所学中吸取最重要的精华，然后将这些精华按照前所未有的方式连接在一起。

爱因斯坦将这种连接称为“组合游戏”。就像孩子们玩一套新的乐高积木玩具，爱因斯坦将一些看起来毫不相干的想法、概念和图像进行组合、再组合，创造出新的发现。最后，几乎所有的新想法都只是现有想法的不同组合。

---

① 参见：Matthew Kalman，“Einstein Letters Reveal a Turmoil Beyond Science，” *Boston Globe*（July 11，2006），http：//www. boston. com/news/world/middleeast/articles/2006/07/11/einstein_ letters_ reveal_ a_ turmoil_ beyond_ science/（accessed December 10，2009）.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，质能方程 $E=mc^2$——爱因斯坦不是第一个发现能量、质量或光速概念的人，但是他用一种全新的方式将这些概念组合在一起，并以此改变了人们对宇宙的看法。①

爱因斯坦的“组合游戏”就是对股票投资的惊人比喻。要想成为成功的市场谋略家，你必须能够从当今市场上散布的所有“噪音”中提取最重要的信息，并且在市场调价前得出结论。要做到这一点，关键是要用独特的方式将信息连接起来，并在这一过程中形成新的深刻见解，以此调整自己的投资组合。

爱因斯坦所学的科学知识和他的同辈人没什么不同，然而，一旦掌握了这些知识后，他就想去质疑先前的假定和发明，用完全不同的视角去审视和探讨。本书不会给你提供一颗选择正确非必需消费品股票的“灵丹妙药”，原因就在于此。事实上，在不同时期和情况下，“正确”的非必需消费品股票不是一成不变的。你没必要成为爱因斯坦，你只要学会像科学家那样用不同的方式思考即可。

自上而下分析法

可以肯定地说，今天的专业投资人士大多采取自下而上的投资方法，他们所强调的是股票选择。通常而言，运用自下而上分析法的投资者在研究众多公司时，倾向于选择具有个体优势、最有可能超越大盘表现的公司。这些被选出的股票也就构成了投资组合，而国家和板块等风险因素仅仅被作为选股的辅助参考，而不是决定因素。

自上而下投资法则恰好相反。一个自上而下的投资者首先会分析大局因素，如经济、政治、情绪等，然后预测哪种投资类型最有可能超越大盘表现，

① 参见：Michael Michalko, "Combinatory Play," Creative Thinking, http://www.creativethinking.net/DT10_CombinatoryPlay.htm? Entry = Good(accessed December 10, 2009).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后才开始挑选个股。自上而下的投资必然更关注整个投资组合的类型风险，而不是单只股票的风险。因此，自上而下分析法在本质上是一种动态投资模式，因为其投资策略是基于当前市场和经济背景（常常处于变化之中）。

在投资界，对于哪种投资方法更好，人们进行了激烈争辩。本书不是要排斥自下而上分析法，确实有人靠它获得了成功。本书的目的是要向读者介绍一种全面而灵活的方法，让任何投资者都能用它来组建投资组合，以在任何投资环境中都能跑赢全球股市。本书提供的只是一个分析框架，旨在让读者从尚未体现在股价上的信息中提炼新见解，从中获取收益。

在介绍这个方法之前，让我们来了解一下自上而下分析法具有哪些优势：

- 简化：自下而上分析法好似“大海捞针”，而自上而下分析法则似“针堆里面挑稻草”。全世界共有近2.5万只上市交易的股票，即使是最大的研究机构，拥有最丰富的研究资源，也无法充分考察所有的公司。更小的机构和个体投资者，首先必须考虑如何分配他们有限的资源。与自下而上法不同，自上而下法首先会确定对市场哪些方面进行考察，然后再分析个股，从而将繁重的工程简化。
- 优化股票选择：一个设计合理的自上而下程序所产生的信息，能够极大地优化股票选择。比如，对宏观经济或政治进行分析，将有助于确定哪种策略是可行的，哪种策略是行不通的（详见第八章）。
- 风险控制：自下而上分析法极易受到很多意外风险的影响，而自上而下分析法的本质决定了其在投资过程中更易控制风险。
- 宏观视角：自上而下分析法更易避免宏观因素造成的灾难，如20世纪90年代日本的泡沫经济瓦解，2000年的网络泡沫，以及2000～2002年的熊市。无论个体公司如何优秀，仍然会受到板块、地区以及整个市场的约束。事实上，已有证据表明，宏观因素能够在很大程度上决定个股的表现，无论该公司的优势多么突出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自上而下分析法：70－20－10思维模式

自上而下的投资程序有助于让我们关注影响投资结果最重要的方面：资产及子资产配置决策。许多投资者将大部分注意力放在股票层面的投资组合决策上，例如选择他们认为将有良好表现的个股。然而很多研究显示，90%以上的收益变化来自资产配置决策，而不是市场时机和股票选择。[①]

我们的研究显示，大约70%的收益变化来自资产配置，20%来自子资产配置（如国家、板块、市值和风格），余下的10%来自股票选择。尽管随着时间的推移，个股表现会产生巨大的差异，但是更高层面的投资组合决策对投资结果的影响往往更大。

在本章以下内容中，我们将对自上而下分析法的各个步骤进行说明，特别是关于国家、板块和风格的决策步骤。这个基本框架同样适用于在板块内的资产配置。在本章的最后，我们将详细介绍如何在非必需消费品板块运用该框架。

基　准

自上而下分析法的一个关键，是使用分类基准。基准通常是指一个范围广阔的证券指数，如标准普尔500指数（S&P 500）、摩根士丹利世界指数（MSCI World）或罗素2000（Russell 2000）等。在构建投资组合、监控风险以及判断股票长期表现时，基准都是必不可少的路标。

从战术上说，构建的投资组合应该最大可能地跑赢指数，这与收益最大化有着本质区别。如果你的目标是每年获得一定的固定收益率，那么当资本市场极其坚挺时，你将大为失望，当资本市场极其疲软时，又不太可能成为

① 参见：Gary P. Brinson, Brian D. Singer, and Gibert L. Beebower, "Determinants of Portfolio Performance Ⅱ: An Update," *The Financial Analysts Journal* 47 (1991), 3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现实。与之不同，合理依据基准所建立的投资组合，在市场条件不稳定时也能够提供现实的指导。

要建立投资组合，首先要评估所选基准的特征：板块比重、国家比重、市值以及估值。然后，预测各部分的风险和收益（基于投资组合驱动因素），对最具吸引力的部分增持股份，对最差的部分减持股份。表 7－1 列出了MSCI World 指数各板块的特征。表 7－2 列出了国家特征，表 7－3 列出了市值和估值。

表 7－1　MSCI World 指数——板块特征

板　块	比　重
金融	19.7%
信息技术	11.7%
能源	11.4%
医疗保健	10.7%
必需消费品	10.5%
工业	10.3%
非必需消费品	9.3%
材料	6.8%
公用事业	5.0%
电信服务	4.6%

资料来源：汤森路透，摩根士丹利资本国际（MSCI）公司，[①]截至 2009 年 6 月 30 日

① MSCI 信息也许只能供你自己参考，不能再以其他方式进行复制和传播，不能用于创造任何金融工具、金融产品或金融指数。MSCI 信息的提供“以原样为准”，不可以再做修改和处理，其使用者承担使用该信息的全部风险。MSCI 和其分支机构，以及参与或关系到收集、计算和生成 MSCI 信息的每一人（统称为“MSCI 当事人”）明确表示对该信息不负有保证责任（包括无限制性、独创性、准确性、完整性、实时性、无违反性，以及用于特定目的的可销性和适宜性）。鉴于此，MSCI 当事人对信息使用所带来的任何直接的或间接的、特别的、偶然的、处罚性的、重大的（包括无限的利润损失）或其他损害，不负有任何责任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7－2　MSCI World 指数——国家或地区特征

国家或地区	比重	国家或地区	比重
美国	48.5%	瑞典	1.1%
日本	11.3%	芬兰	0.6%
英国	9.8%	新加坡	0.6%
法国	4.8%	比利时	0.4%
加拿大	4.7%	丹麦	0.4%
德国	3.6%	挪威	0.3%
瑞士	3.5%	希腊	0.3%
澳大利亚	3.5%	葡萄牙	0.2%
西班牙	2.1%	奥地利	0.1%
意大利	1.7%	爱尔兰	0.1%
荷兰	1.1%	新西兰	0.0%
中国香港	1.1%	新兴市场	0.0%

资料来源：汤森路透，摩根士丹利资本国际（MSCI）公司，[①]截至 2009 年 6 月 30 日

表 7－3　MSCI World 指数——市值和估值特征

	估　值
中位市值	54 亿美元
加权平均市值	533 亿美元
P/E（市盈率）	12.3
P/B（市账值）	1.8
股息收益率	3.0
P/CF（市现率）	8.9
P/S（市销率）	1.7
持股数量	1 656

资料来源：汤森路透，摩根士丹利资本国际（MSCI）公司，[①]截至 2009 年 6 月 30 日

① 同表 7－1 注。
② 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据基准的特征，在选择国家、板块和投资风格时，就要用到投资组合的驱动因素。举个例子，表7-1中的金融板块在MSCI World指数中所占比例为20%，因此，根据这一指数管理的投资组合中金融股票也会占到20%（根据市值加权）。如果你认为金融板块将在短期内超越大盘表现，那么你就可以增持该板块的股份，或者说，你在金融股票上的投资占到整个投资组合的20%以上。反之，如果你不看好金融板块，你就减持金融股，将它们控制在你投资组合的20%以下。

要记住一点，不看好金融板块并不意味着完全不购买该板块的股票，只是说在你的投资组合中应使该板块的比重比基准比重更小。这是基准法的一个重要特征——允许投资者在板块和国家上作出战略性决策，但同时也保持投资多样化，从而将风险控制在合理范围内。

对非必需消费品板块而言，我们可以使用特定的非必需消费品基准，如标准普尔500、MSCI ACWI和罗素2000等指数。然后，根据行业和子行业比重，对这些基准进行更加细致的评估（例如，我们在第四章里将MSCI ACWI指数又划分为行业和子行业基准比重）。

自上而下分析法解析

自上而下分析法第一步是分析宏观环境，提出一些“大”问题，如：你觉得在未来一年里，股票会上涨还是下跌？如果发生上涨或下跌，哪些国家或板块将受益较大？一旦你能根据这些组合的上层驱动因素（有时称为“主题”）进行决策，你可以分析各种宏观的驱动因素，然后根据基准做国家、板块、行业及子行业的增持或减持决定。

举个例子，假设我们确定某个宏观经济驱动因素将有这样的发展趋势：“在未来一年中，我认为全球消费者支出将超出大多数人所预期的数字。”这就是一个典型的“高层次”的陈述，对你的投资组合具有重要影响力。这意味着，你将在消费者支出中寻找可以令你获利最多的行业——最终还是指股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自上而下分析法的第二步，是运用量化筛选标准来缩小股票选择的范围。在我们假设的例子中，既然我们认为消费者支出会扩大，这就意味着零售业的股票将有利可图。但究竟是哪个公司的股票呢？比如，你是否看好家居改良零售商？电子消费产品零售公司又如何呢？汽车零售商呢？你是想选择受美国市场影响的生产商，还是受其他区域市场影响的生产商？你是想选择市值小的还是市值大的非必需消费品公司？估值是什么？你是期望成长投资还是价值投资（规模和成长/价值类别常常被称为风格选择）？这些标准以及其他更多标准可以帮助你缩小股票选择的范围。

第三步，即最后一步，是对个股的基本面进行分析。注意，在还没有考虑到个股之前，你就需要做大量的思考、分析和工作。这就是自上而下分析法的关键所在：强调上层主题，然后一步步筛选个股，如图 7－1 所示。

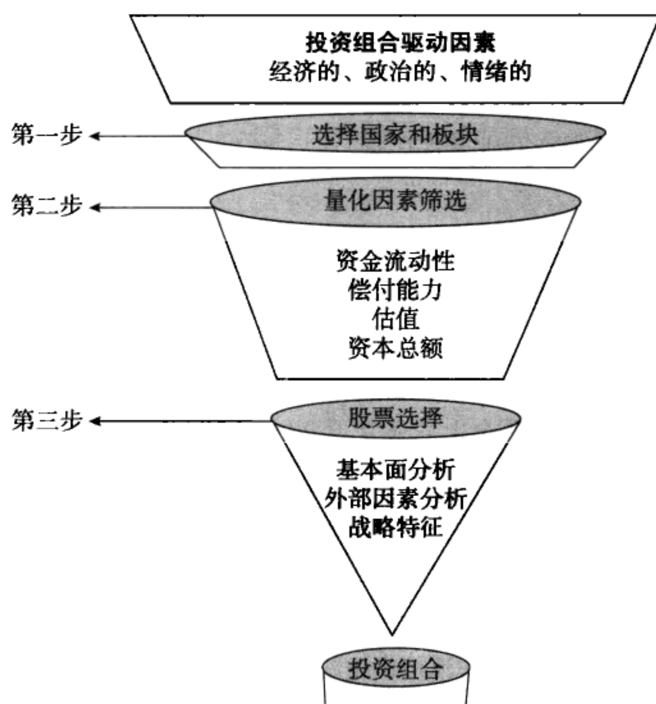


图 7－1　投资组合驱动因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一步：分析投资组合的驱动因素，选择国家和板块

让我们仔细讨论自上而下分析法的第一个步骤。为了运用这个方法进行决策，我们要弄清并分析投资组合驱动因素（如前文所提及的）。我们将这些驱动因素划分为三个基本类别：经济方面、政治方面和情绪方面。

投资组合驱动因素是指影响众多类股票表现的因素。准确找到当前及未来的驱动因素，将帮助你找出最有可能超越或弱于基准（也就是大盘）表现的市场区域。

表7－4列出了各种类型的投资组合驱动因素。请注意，这里所列的驱动因素并未包括所有类别，也并非在任何时期都有效。事实上，准确鉴别新的投资组合驱动因素，是能长期打败市场的关键所在。

表7－4　投资组合驱动因素

经济方面	政治方面	情绪方面
长短期收益利差	税收	共同基金流
GDP 相对增长率	产权	相对风格及资产类别
货币基础/增长	结构改革	媒体报道
币值	私有化	机构研究
相对利率	贸易/资本壁垒	消费者信心
通货膨胀	经常账户	国外投资
债务水平（国家、企业、消费者）	政局稳定性	专业投资者预测
基础设施支出	政权更替	动量周期分析
并购、发行及回购	战争/冲突	风险厌恶

经济驱动因素

经济驱动因素是指任何与宏观经济环境相关的驱动因素，包括货币政策、利率、借贷活动、收益曲线分析、GDP 相对增长率分析等。世界上什么经济力量有可能促进多数国家 GDP 的增长？利率走势如何，将对板块产生什么样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的影响？不同国家的科技和基础设施支出将发生怎样的变化？

经济驱动因素不仅用于分析经济的基本走势（GDP 增长、利率、通货膨胀），而且用于分析股票市场动向（估价、并购活动、股份回购）。作为一名投资者，你要做的就是找到这些驱动因素，确定它们对你的整个投资组合及各个部分的影响。

以下举出了一些驱动因素的例子，这些因素都能够对投资组合的表现产生影响：

- 美国经济增长将超出公众预期。
- 欧盟利率将保持良好。
- 兼并、收购和股份回购活动将继续保持活跃。
- 新兴市场的发展将推动商品需求。

政治驱动因素

政治驱动因素可按国别和地区来划分（欧盟、经济合作和发展组织），可能对国家或地区间的交际产生影响（如贸易政策）。在这类驱动因素中，人们比较关心的有税收、政府稳定性、财政政策、政治转变等。哪些国家正在举行政府换届，并有可能对其经济造成重大影响？新税收政策或新法律的颁布可能使哪些板块面临风险？哪些国家正在改革以促进经济发展？

基于对政治环境的展望，政治驱动因素将有助于我们找到相对更具吸引力的市场区域和国家。但要警惕，大多数投资者都有“祖国偏好”，即过分关注本国的政治环境。始终要记住：这是一个大型的、相互联系的世界，无论哪里发生的政治事件，都可能对其他地方产生影响。

你能找到哪些政治驱动因素呢？以下是一些可以左右股市表现的例子：

- 日本的政党变更推动了促进经济增长的改革措施。
- 德国实施的新税收政策限制了经济增长。
- 泰国发生的抗议、政变和冲突影响了其政局的稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情绪驱动因素

情绪驱动因素是指大众对各种投资类别的看法。理论上说，如果情绪与现实有差距，也就意味着市场机遇的存在。比如，假定你观察到整个市场都预测美国经济在明年将开始衰退。但是你并不同意这种看法，相反，你更相信 GDP 将继续强劲增长，那么这就是你获得超额回报的绝好时机。你可以借机买进将会从经济繁荣中获益的股票，然后坐等股价上涨，而市场其他人要稍后才会意识到这一点。

由于市场会考虑所有已知的信息，所以尽力找出市场尚未体现价格的信息是十分重要的。这些投资驱动因素的原理通常与直觉相反（避免极其流行的东西，寻求很不受欢迎的东西）。展望未来，投资者最看好哪些板块，其中的原因是什么？哪些国家或板块受到媒体的大量关注？近期有哪部分市场被基本面以外的因素抬高价格？如果短期内市场预测与基本面存在差异，在长期内股票会进行自我调整，以反映真实情况。

注意，衡量市场的情绪不是让你成为一个逆向投资者。逆向投资者所做的事情完全与公众看法相悖，而我们在这里只是要找出情绪（人们的看法）与你自己的见解的不同之处，然后根据基准相应调整你的投资组合。情绪驱动因素的例子有：

- 投资者对科技板块仍不看好，尽管基本面发生了改变。
- 中国股市一派欣欣向荣景象，从而推高了价格。
- 职业投资者普遍预测美国小市值股票将超越大盘表现。

如何创造你自己的投资驱动因素

要形成你自己的投资驱动因素，首先要从多渠道获取各种各样的信息。关于国家驱动因素，你可以从《华尔街日报》、《金融时报》等全球性刊物上找到，也可以从地方性的报纸和政府数据上获知。对于行业驱动因素，你可以阅读贸易类刊物，或者查看大公司的公告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，有一点要记住，即市场是有效的——它能反映所有的已知信息。关于上市公司最贴切的信息就是“公开”。这表示市场已经知道了。消息传得很快，那些有消息有预期的投资者很快就被市场“吸收”了。那些想通过一些小道消息、流言或者投机来赚钱的人不得不承认，市场可能比他们反应得更快。因此，为了获得额外的收益，你必须知道一些其他人不知道的信息，或者从不同角度分析已知信息［关于这些因素的详细讨论，请参阅肯·费希尔的《投资最重要的三个问题》(*Only Three Questions That Count*)］。

第二步：量化因素筛选

自上而下分析法的第二步是筛选量化因素。一旦你已经找到了投资组合的驱动因素，这一步将帮助你缩小股票的选择范围。

市场上的股票千千万万，因此有必要利用一些因素（如市值、估值等）来缩小选择范围。通过这一层筛选的股票将接受进一步的量化分析，从而排除掉那些风险相对过高的公司，比如债务过重，财务风险过大，或缺乏充足流动性的公司。

量化筛选的严格程度完全取决于你自己，这将决定你选择范围的大小。标准越严格，能通过的公司就越少，反之就越多。

例子

你如何进行这类筛选呢？我们将给出两个例子，看看经过量化因素筛选后，你的选择空间是大还是小。看过我们举过的例子，你可能更倾向于非常严格的标准，也可能更青睐更宽泛的标准。

严格标准

- 首先，你决定只研究非必需消费品公司，于是排除其他9个板块中的所有公司。至此，你已经大大缩小了选择范围。
- 现在，假定你只想买日本非必需消费品股票，排除了日本以外的所有地区，你又进一步缩小了选择范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 然后，假定你只关注非必需消费品板块中的零售公司。
- 也许你认为市值太小的股票没有什么吸引力，所以你将选择范围限制在市值50亿美元以上的公司。
- 最后，让我们设定一些估值参数：
  - ◇ P/E（市盈率）小于12。
  - ◇ P/B（市净率）小于8。
  - ◇ P/CF（市现率）小于10。
  - ◇ P/S（市销率）小于6。

经过这一严格筛选程序，只有少数股票进入你的研究范围，这一筛选程序完全基于你的上层主题。不过，也许你不想要这么特定的结果，而是希望做更广泛的筛选，因为你认为非必需消费品板块总体都不错。

宽泛标准

- 非必需消费品板块。
- 全球（无国家或地区限制）。
- 市值在100亿美元以上。

这一选择程序要宽泛得多，当然也提供了更长的股票选择列表。无论是严格筛选还是宽泛筛选，没有哪一种在本质上更具优势，只在于你的上层主题如何建立，是特定还是广泛。很明显，筛选标准越严格，意味着你在第三步股票选择中的工作就越少。

第三步：股票选择

在缩小了选择范围之后，最后一步就是找出战略特征符合投资组合上层主题的个股（我们将在第八章中进一步介绍股票选择过程）。你的股票选择应该试图完成两个目标：

1. 寻找战略特征符合投资组合上层主题的个股，这样的公司比同类公司更具竞争优势。比如，如果你认为在行业内占据主要市场份额的公司更具有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吸引力，那么你就可以选择这样的公司。

2. 寻找最有可能超越同类的股票。比如，如果你想在投资组合中持有一些有线和卫星广播公司的股票，并且需要在通过量化标准筛选的 12 只股票中选择 4 只，那么你选出的那 4 只股票的整体表现应该最可能跑赢所有 12 只股票的整体表现。这和选择“4 只最好的股票”有所不同，通过避免选择可能极端或“怪异”的离群股票，你可以降低投资组合的风险，同时也可以在个股选择层面增加价值。

除了选择个股，自上而下分析法中还有其他运用上层主题的方式。举个例子，如果你对某个子行业很有兴趣，但并不认为能够通过个股分析来增值，那么更加明智的做法可能就是购买该子行业中一组公司的股票，或者购买交易所交易基金（ETF）等产品类别。追踪国内外非必需消费品板块、行业，甚至特定商品价格的 ETF 基金种类日渐丰富，这样一来，你就可以与整个非必需消费品板块的表现同步，而不用承担太大的个股风险（有关 ETF 基金的详细信息，请访问 www. ishares. com，www. sectorspdr. com，或者 www. masterdata. com）。

根据非必需消费品基准进行管理

现在我们可以具体练习一下非必需消费品板块的投资配置。就像你运用自上而下分析法分析基准构成，以确定国家和板块投资一样，你必须分析各个板块的组成，正如我们在第四章中所做的那样。接下来，我们将以 MSCI World 指数的板块构成为基准来演示一下。表 7－5 列出了 MSCI World 指数非必需消费品的行业比重（截至 2009 年 6 月 30 日的数据）。我们不知道示例的投资组合比重，不过我们知道它的总和为 100%。当然，如果以一个更广泛的基准为基础，你的非必需消费品板块比重加起来可能比基准的非必需消费品比重更大或更小，这取决于你的决策是增持还是减持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7-5 MSCI World 指数非必需消费品行业比重与样本投资组合

行 业	MSCI World 指数（%）	样本投资组合
媒体	22.5	?
汽车	19.5	?
专卖零售	14.7	?
酒店、餐饮和娱乐	11.9	?
家庭耐用品	7.2	?
纺织品、服装和奢侈品	6.4	?
百货零售	6.1	?
汽车零配件	4.7	?
网购和邮购零售	2.9	?
休闲设备及相关产品	1.6	?
综合消费者服务	1.6	?
经销商	0.8	?
总计	100	100%

资料来源：汤森路透，摩根士丹利资本国际（MSCI）公司，[①]截至 2009 年 6 月 30 日

请记住，行业比重将有助于降低基准风险。假如你的投资组合的行业比重与 MSCI World 指数非必需消费品板块的行业比重相同，那么你的投资就是中性的——没有基准风险。然而，假如你十分看好某个行业，如休闲设备及相关产品，决定只购买这类公司（非必需消费品板块中比重最小的一类公司），那么你将承担巨大的基准风险。如果你大幅减持某行业的股票，情况亦如此。当你跳出非必需消费品板块，在更大范围内构建投资组合时，这些规律也同样适用。

基准行业比重为进一步的投资组合决策提供了出发点。一旦你在股票行业方面作出了上层决定，你就可以依据基准增持你认为最可能表现突出的行

① 同表 7-1 注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业股票，同时减持你认为最可能表现差劲的行业股票。表 7－6 显示了如何依据基准进行股票增持和减持，从而构建不同的投资组合。

表 7－6　投资组合 A

行　业	MSCI World 指数（%）	投资组合 A（%）	差异（%）
媒体	22.5	27.5	5.0
汽车	19.5	11.3	－8.2
专卖零售	14.7	17.5	2.8
酒店、餐饮和娱乐	11.9	15.9	4.0
家庭耐用品	7.2	3.7	－3.5
纺织品、服装和奢侈品	6.4	4.6	－1.8
百货零售	6.1	5.1	－1.0
汽车零配件	4.7	7.2	2.5
网络和邮购零售	2.9	4.9	2.0
休闲设备及相关产品	1.6	0.1	－1.5
综合消费者服务	1.6	1.5	－0.1
经销商	0.8	0.6	－0.2
总计	100	100	0

注意，投资组合 A 可能只包括非必需消费品股票，也可能只是一个更大投资组合的非必需消费品部分。

表中第 4 列“差异”表示基准与投资组合 A 之间的相对差异。在该示例中，投资组合 A 对媒体业的投资比重最大，对汽车业投资比重最小。

换句话说，在该示例中，实施投资组合 A 的投资者预期媒体业股票将超越该板块表现，而汽车业股票则弱于该板块表现。不过，从基准风险上看，由于投资组合 A 与基准比重相当接近，因此其相对风险是很低的。这一点相当重要：在依据基准进行投资组合管理时，我们可以作出战略性选择以超越指数表现，但并没有过分集中在某个特定范围，在板块内仍然保持了投资多样化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7－7 是投资组合比重与基准相比较的另一个例子。投资组合 B 大量减持了对酒店、餐饮和娱乐业的投资，而对媒体股票增持较多。由于该示例中行业比重与基准之间存在巨大差异，因此所承担的风险比投资组合 A 要大得多。

表 7－7　投资组合 B

子行业	MSCI World 指数（%）	投资组合 A（%）	差异（%）
媒体	22.5	38.3	15.8
汽车	19.5	10.0	－9.5
专卖零售	14.7	4.9	－9.8
酒店、餐饮和娱乐	11.9	1.0	－10.9
家庭耐用品	7.2	15.3	8.1
纺织品、服装和奢侈品	6.4	0.2	－6.2
百货零售	6.1	4.2	－1.9
汽车零配件	4.7	12.9	8.2
网购与邮购零售	2.9	4.2	1.3
休闲设备及相关产品	1.6	3.2	1.6
综合消费者服务	1.6	0.0	－1.6
经销商	0.8	5.7	4.9
总计	100	100	0

无论你的投资组合与基准之间差异多大，在投资前通过基准识别你的相对风险是非常重要的。要想建立跑赢基准的投资组合，关键的一步在于了解基准比重，预测各行业的未来表现。如果你作出正确的增持或减持决定，无论个股表现如何，你都离跑赢基准更近了一步。即便你的决定是错的，你也保障了投资多样化，不至于输得精光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本章回顾

板块分析的一个更有效的方法就是“自上而下”。自上而下的投资方法用于分析经济、政治和情绪等“大局”因素，以预测哪类股票表现可能会跑赢市场。这个过程最关键的部分在于使用基准（比如 MSCI World 指数或标准普尔 500 指数的非必需消费品板块）。这些基准可以作为构建投资组合、监测组合表现和控制风险所遵循的准则。通过分析投资组合驱动因素，我们可以识别哪种非必需消费品行业或者子行业是最有利可图的，哪种是最无吸引力的，最终通过量化筛选挑出个股。

- 自上而下投资法首先要识别和分析影响各个类别股票的上层投资组合驱动因素。这些因素有助于确定投资组合中国家、板块和投资风格的权重。该方法同样适用于某个具体的板块，以确定板块内行业或者子行业的权重。
- 量化因素的筛选是基于公司的估价、流动性和偿付能力等特点，这有助于缩小股票选择的范围。
- 股票选择是自上而下分析过程的最后一步。股票选择试图找到战略特征与上层投资组合驱动因素一致的公司。
- 股票选择同样试图找到最可能超越其同行表现的公司。
- 在构建投资组合时，把非必需消费品基准作为指导准则，有助于确定你的行业投资是应该增持还是减持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章
证券分析

既然已经了解了自上而下分析法，下面我们就来谈谈选择股票的问题。本章将用第七章介绍过的自上而下分析法来分析具体的非必需消费品公司。特别地，我们将说明如何使用“五步法”来比较分析具体的公司与其同行之间的差异。

每个公司和股票都是不同的，以合适的角度来审视它们非常关键。投资者需要一个有用的、一致的、可重复使用的框架来分析一个板块的各种证券。尽管并不全面，但这种框架和本章最后提出的问题，应该作为辅助你识别战略属性和公司个体风险的良好起点。

尽管有关个股分析的书籍比比皆是，但自上而下的投资方法并没有强调个股选择在投资组合中的重要性。因此，我们将为投资新手和有初步经验的投资者介绍一些股票分析的基本知识。若要更彻底地理解财务报表分析、市场估值、模型建立及其他证券分析方法，建议读者阅读一些相关书籍。

自上而下分析法概要

正如第七章所谈到的，你可以运用自上而下分析法作出一个最大的、最重要的投资组合决策。不过，这种程序同样适用于个股选择，以及更高层次的投资组合决策，从而最终过滤筛选出个股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一步，分析全球经济，识别出影响整个板块或行业的各种宏观“影响因素”。通过这些因素，你可以根据选定的基准作出国家、板块、行业及子行业的投资配置决策。第二步，运用量化筛选标准缩小你的股票选择范围。只有当所有这些决策定下之后，我们才开始分析个股。股票选择是第三步程序，也是最后一步。

在本章的余下部分，我们假定你已经选好了基准，设定了投资组合的框架，作出了子行业的增持或减持决定，并准备开始分析同类股票中的具体公司（同类股票是指你预期其表现类似的一组股票，因为它们都属于同种行业，可能享有同样的地理形势和类似的量化属性）。

作出你的选择

股票选择绝不像看起来的那么复杂，但也不表示它很简单。与你选择行业和板块比重的目标一样，我们有一个基本任务：寻找目前市场中尚未体现价格的机会。或者，换句话说，找出其他人不知道的信息。投资者在分析公司的时候，应该把公众对一家公司财务表现的估计作为预期底线，然后再预测它将低于、等于还是高于公众的预期底线。如果你的期望与众不同，并且比公众预期更加准确的话，你获利的机会就更大。基于广为人知的信息或公众预期进行股票交易，对你的选股程序没有任何帮助。这样做其实跟扔硬币没什么两样。

自上而下分析法提供了获取这些机会的两条途径。第一，准确地预测影响一个行业或者一组公司的上层宏观主题——它们是你的投资组合驱动因素；第二，找出在这些上层主题和驱动因素作用下受益最大的公司，即找出具有竞争优势的公司。

在自上而下分析法中，由于超额回报大都取决于上层决策，所以，选择“最好”的股票通常不是关键所在。然而，你还是想挑出最可能超越同行的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。通过选择风险型的“极端”股票可以增加回报，同时又不会损害自上而下的决策。只要你的选择在大多数时候是正确的，随着时间的推移，你就可以获得超越基准的表现。

五步法

比较分析同类中的单只股票的步骤可以归纳为如下 5 步：

1. 理解公司业务和盈利的驱动因素。
2. 找出战略特征。
3. 分析基本面和股价表现。
4. 识别风险。
5. 分析估值和公众预期。

这 5 步为分析同类中的公司提供了一个一致性的框架。尽管这些步骤不是股票分析的全部，但它们是作出更好股票选择之前必需的基本步骤。

第一步：理解公司业务和盈利的驱动因素

第一步是理解公司的业务内容，公司如何获利，以及有哪些因素会影响盈利。以下是一些有助你分析的小窍门：

- **行业概况：**在开始分析之前，你应该了解公司所处的行业，包括其驱动因素和面临的风险，并且还应该对当前经济形势如何影响该行业了如指掌。
- **公司简介：**获取有关该公司业务的简介，包括对每个业务部门的产品和服务的介绍。最好是直接通过公司的财务报表来了解（如今，通过网络可以很容易地找到几乎所有上市公司的财务报表）。浏览该公司的网站和财务报表或报告，大体了解该公司及其表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **公司历史：**了解公司自创立到近几年的历史。掌握公司的历史可能使你发现其成败的原因，还能为你提供发现公司核心竞争力的线索。可以问这样一些问题：它是否在行业内独领风骚数十年，抑或它只是个初来乍到的公司？在过去，它是否经常调整战略或者业务？
- **业务部门：**将公司收入和盈利按业务部门和地理位置进行细分，从而找出它是如何以及从哪方面盈利的。分别找出影响各个业务部门或地区收入的驱动因素。开始思考每个业务部门是否符合你的上层主题。
- **近期新闻或新闻发布会：**阅读所有最近公布的有关该股票的新闻，包括新闻发布会。用 google 搜索一下最新的相关报道。寻找任何有关公司运营的重大新闻。媒体对公司的观点是什么？它是所在行业的领头羊，抑或只是个小成员？
- **市场和顾客：**识别公司的主要客户群体和公司经营的市场。确定该公司是有一个大客户，还是有一个集中的客户基础。
- **竞争：**找出它的主要竞争者以及它的相对市场份额。这个行业是高度细分的吗？评估这一行业的竞争格局。要认识到，最大的竞争者有时可能潜伏在其他行业——有时甚至在其他板块！了解该公司的市场地位——它是所在行业的领头羊，抑或只是个小成员？它的市场份额大不大？

第二步：找出战略特征

掌握了公司的运营情况之后，下一步是识别与投资组合上层主题相一致的战略特征。“战略特征”也被称为竞争优势，或者比较优势，它是使公司从行业或者板块中胜出的独特特征。由于同行业公司通常会受到相同的上层驱动因素的影响，因此强大的战略特征是公司出类拔萃的优势所在。战略特征包括：

- 相对较高的市场份额。
- 低成本生产。
- 优越的销售关系/经销网络。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 经济敏感性。
- 纵向整合。
- 强大的管理/经营策略。
- 地域的多样性或者优势。
- 并购者。
- 良好的财务状况。
- 利基市场风险。
- 单一业务。
- 潜在的收购目标。
- 专利技术。
- 良好的品牌效应。
- 市场领头羊优势。

战略特征：柠檬汁店

战略特征如何帮助投资者分析个股呢？我们来看一个简单的例子：有5个经营柠檬汁的小店，它们有相似的规模、产品和质量，并且位于某城市的同一个街区。一股热浪席卷整个城市，人们纷纷涌向柠檬汁店。在行业的推动下，这些柠檬汁店哪个收益最好呢？这可能要看每个小店的战略特征了。其中某个小店可能占有优越的地理位置——位于某个篮球场的旁边，那里有很多打球的人，他们渴了要喝柠檬汁。或者，某一小店实行“买一送一”的优惠促销活动，这可以增加销售量，并且吸引大批顾客。任何一个特征，都是核心的战略优势。

投资组合驱动因素有助于确定哪种类型的战略特征是有利的，哪种是不利的。毕竟，不是所有的战略特征都能使一个公司在任何环境中受益。比如，在21世纪初的大部分时间里，丰田汽车公司的一个战略特征，就是快速提高多功能运动车以及敞篷货运小卡车的市场份额。但是到了2008年年底，由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

燃油涨价和节能趋势等因素，丰田公司遭遇了重大经济损失，并陷入了财务困境。这都是因为公司过量生产上述两种耗油车。因此，必须让战略特征与投资组合的上层主题保持一致。

此外，只有当公司管理层认识到战略特征，并充分利用它，战略特征才能发挥作用。关键在于执行。比如，如果一个公司的战略特征是专业技术，它就应当把重心放在研发方面，以维持这种优势。如果它的战略特征是低廉的生产成本，它就应该通过潜在的降价或者扩大生产来获得市场份额。

识别战略特征可能需要对公司的财务报表、网站、新闻、历史进行彻底的研究，而且需要与顾客、供应商、竞争者以及管理人员进行交流。不要忽略这一步——应该努力并且完全地了解战略特征。有时候你会觉得这是个很艰巨的任务，但它也是证券选择中最重要的一环。

第三步：分析基本面和股价表现

在你彻底了解了公司业务、盈利驱动因素和战略特征之后，下一步是从基本面和股票市场的角度来分析公司业绩。

利用最新发布的新闻和年报，可以分析公司在最近几个季度的业绩。可以提出如下问题：

- 最近的收入趋势是什么？盈利呢？利润率呢？哪个业务部门的销售上升或者降低了？
- 该公司的业务是否是持续增长的，是因为并购，还是别的原因？
- 它们的策略是否可以发挥持久的效果？
- 盈利增长是因为需求增强，还是因为成本消减？
- 它们是否钻了税收漏洞，是否利用过一次契机？
- 它们为将来的业务增长制定了怎样的策略？
- 该公司的财务健康状况如何？

促使盈利增长的原因并非都一样。理解导致现有结果的因素，有助于找

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到驱动未来业绩的因素。

考察公司在过去数年的股价走势，试着找出其驱动因素。解释每一次的大起大落，并识别出任何有意义的新闻事件。如果股票价格已经有稳步下跌的趋势，尽管人们都预计其持续冲击盈利会降低净收入的估价，那么可能有一股力量驱使整个行业下滑，比如人们预计房价会降低。同样，如果公司股票价格飙升，尽管公司报告称其盈利净收入增长或者可能增长的前景很温和，那么可能有一股力量驱使整个行业上涨，比如对并购的推测。或者，股票可能只是与大盘同步变动，想置身于更广阔的市场中。但是，无论趋势如何，你都要确保对其行踪了如指掌。

在了解公司和其同行的盈利情况之后（这些季报可以在该公司网站上的“投资者关系”部分或者 http://seekingalpha.com/tag/transcripts 上找到），你将开始注意影响整个行业的类似趋势和事件。这样你就可以区别哪些是公司特有的，哪些是行业普遍都有的。比如，经济增长或者劳动力稀缺通常会影响非必需消费品的所有行业，但是汇率变化或政府的税收政策可能只会影响某些生产商。

第四步：识别风险

在证券分析中有两类主要的风险：股票特定风险和系统性风险（也被称为非股票特定风险）。二者对公司业绩都很重要。

股票特定风险——正如这个名字所表述的那样——是单独影响公司的一些因素，它们主要影响一家公司的业务运营或者未来的运营。公司年报（提交给美国证券交易委员会的财务报表，美国公司为“10－K”，外国公司为“20－F”，可以登录 www.sec.gov 查询）中会详细讨论一些公司所面临的特定风险。但是不能仅仅依靠公司自己定义的风险因素，你必须听听分析师的观点，并且自己也要对所有风险进行一番识别。这类风险主要包括：

- 股权集中（个人或机构）。
- 客户集中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 供应商单一。
- 财务杠杆率过高或缺乏融资渠道。
- 产品过时。
- 业绩走势不好。
- 相对于竞争对手有较高的生产成本。
- 提交给美国证券交易委员会财务报告太晚。
- 合格的审计意见。
- 套利行为。
- 养老金或者福利不足导致的风险。
- 监管或者司法（未决诉讼）。
- 悬而未决的股东决策。
- 高层离职。
- 地区、政治或政府风险。

系统性风险包括宏观经济或者地缘政治事件，它们超出了公司的控制范围。尽管这些风险可能会影响一大批公司，但对单个公司的影响是不一样的。这类风险包括：

- 区域失业水平。
- 行业成本上涨。
- 经济活动。
- 供应链紧张。
- 影响税收、版税和补贴的立法。
- 地缘政治风险。
- 利率。
- 汇率。

识别出股票特定风险，有助于投资者评估公司相对于其同行的风险和收益。识别出系统性风险，则有助于你作出明智的决策，比如应该增持或者减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持哪个国家和子行业的股票。

如果你并不看好某个子行业内的任何一家公司，你可以挑选股票特定风险最低的公司。这可以帮你达成目标，选出最可能超越其同行、与上层主题和驱动因素保持一致的公司。

第五步：分析估值和公众预期

估值是很棘手的事情。它是评估市场对公司的情绪和预期的工具，而不是考察一只股票是“便宜”还是“昂贵”的万无一失的方法。估值主要用于比较公司及其同行（或者同业平均值），或者公司相对于自身历史的估价。之前提到过，股票走势是难以预期的。我们试图衡量出公众对一家公司未来表现的期望，然后评估该公司的表现将会低于、等于还是高于公众期望。

估值本身在预测股票未来走势时，并没有提供什么信息。一个公司的市盈率（P/E）是20，而另一个公司的市盈率为10，这并不意味着你就应该图“便宜”而买后者。两家公司的估值不同可能是有原因的，比如战略特征、盈利预期、情绪、股票特定风险和管理层的声誉等。估值的主要作用在于解释为什么一家公司的估价与其同行不同，并以此决定是否需要进行调整。

有许多估价方式可供投资者在证券分析中使用，最常用的包括：

- P/E——市盈率：价格/收益。
- P/FE——预期市盈率：价格/预期收益。
- P/B——市净率：价格/账面价值。
- P/S——市现率：价格/现金流。
- DY——股息收益率：股息/股价。
- EV/EBITDA——杠杆率：企业价值/扣除利息、税收、折旧和摊销之前的净收入。

一旦你完成了对同行公司组的估值，就可以试着找出为什么它们会有差异，以及这些差异是否合理。一个公司的估值相对较低，是因为它的股票特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定风险，还是投资者对其信心不足？公司的预期市盈率较高，是因为人们一致看好该公司的股票吗？比如，如果一家公司的增长率高过其同行，那么该公司更高的估值可能完全是合情合理的。而一家公司较低的估值可能是因为该公司的市场份额正在萎缩，其经营环境受到挑战。以这种方式来看待估值，将有助于把公司区别开，并找出潜在的机会或者风险。

估值应该与之前的分析——公司基本面、战略特征和风险——相结合。比如，下面这个表格显示了如何将战略特征和估值结合在一起分析，以帮助投资者挑选公司。

		估值低	估值高
战略特征	相对较好	最佳	
	相对欠佳		最差

市场可能会低估估值较低但具有战略特征的股票，也可能会高估估值较高但不具有明显战略特征的股票。无论如何，应该恰当地使用估值，并基于更广泛的投资理念，而不应该把它当做寻找真实价值的灵丹妙药。

必须要问的问题

尽管本章的框架可用于分析任何一家公司，但对非必需消费品板块而言，还有其他特别的因素必须考虑。接下来的内容将涉及一些在研究该板块公司时应该考虑的最重要的因素和问题。对这些问题的解答应该可以帮你鉴别同类公司之间的差异，也有助于识别战略特征和股票特定风险。尽管在研究非必需消费品公司时，依然有很多值得关注的其他问题和因素，但这些问题可以当做一个很好的起点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品种类：地理位置好的公司保持着强势的市场份额地位，它们提供各种各样的产品，而且种类日益丰富。公司的收入来源是否多样化？它是否高度集中在某个单一的产品或者终端市场？这相对于其竞争者情况如何？公司的产品是否独特，是否不可复制？公司产品在交易量下降或上升时，是受益还是受损？公司的产品线是否特别受制于某种投入成本，比如树脂或铜。

地理位置多样化：如果一个公司的终端市场多样化，那么公司利润受到国家或外汇风险的负面影响就更小。同时，这些公司为其产品或服务开拓了潜在市场。公司在不同地区的收入增长预期如何？经营国外分公司的管理经验是什么？设立国外分公司会给公司带来什么系统性风险？

品牌效应：一个好的品牌赋予了公司根据竞争进行调价的能力，避免了替代效应，为投资者带来巨大收益。品牌知名度是否够高？品牌是否受到重视？公司在推广其品牌时采取何种策略？主要产品的广告活动是否可以提高收入和市场份额？这一品牌什么时候表现得好，什么时候表现得差？

市场份额：实力强大的公司对抗竞争者的武器是占据主要的市场份额。相对较大的市场份额可以使这些公司比同行具有更大的调价灵活性，并且在经销商和供应商那里有更高的议价能力。管理者是如何利用其市场份额打败竞争对手，实现利润最大化的？其相对市场份额是增加还是缩减了？怎样才能防止竞争者抢走市场份额呢？市场份额在该行业中是否是重要因素？

客户分析：公司的客户群体怎样？他们是否比一般消费者更富裕，或者更穷？经济形势的变化对公司的目标市场有什么影响？人口趋势对公司的目标市场有什么影响？公司的策略是否和目标市场的需求一致？公司的客户是否处于某个特定的地区？某个主要客户的破产是否会严重影响公司的盈利或者财务状况？该公司与客户是否有专属合约？

供应商分析：公司的供货来源有哪些？无论是从货币的角度还是从地缘政治的角度来看，这点都很重要。是否有某个供应商为某种原料、配件、产品的唯一供应商？这个供应商的资本金情况怎样？如果一个公司依赖几个特定的供应商的话，其议价能力就不够强，供应链容易产生断裂。此外，是第三方供货更便宜，还是直接内部生产更为便宜呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务状况：波动的收益会很快危及非必需消费品公司的偿付能力，特别是那些依靠短期融资的公司。公司债务相对于权益的比率是什么？它的债务何时到期？如果无法吸引新的融资来偿还旧债的话，公司是否还有可供使用的现金或者其他资产？公司使用债务是为了给投资融资，还是为了应付非常事件，比如非计划的运营资本的扩张？公司资产主要集中在固定资产，比如土地、厂房、设备、高质量应收账款或存货，还是集中在商誉之类的无形资产？

进入壁垒：进入壁垒可能是特定行业或者特定股票才有的。行业壁垒是指行业内在的一些限制竞争的条件。比如，某个公司为了在汽车制造业中增强竞争力，需要创建显著的生产规模经济。同样，电子消费产品公司需要投入大量的研发成本。特定股票进入壁垒是指某个公司自己所形成的战略特征。例如，一个难以复制的经营策略或者一个总能捕捉流行趋势的设计团队，就代表了公司层面的进入壁垒。公司是如何从金融壁垒中受益的？这些壁垒是否是持久的？估价是否反映了公司利用竞争优势所获得的收益？

收益质量：是什么促进了公司的收入呢？该公司的经营业绩是否稳定？或者，其利润增长是否经常是靠资产变卖或单次事件推动的？盈利应该是由管理层的信誉来驱动的。如果公司的年度报告说，它们的策略是通过商店扩张来增加销量，从而使息税前利润（EBIT）最大化，但事实上，我们仔细研究发现，过去几年的收入增长是通过短期投资收益来实现的。另一方面，如果公司盈利由于非经营事件（比如股本注销或资产处理）而变少，但公司经营业绩比预期更好，那么市场可能就忽略了这个机会。

管理：管理一个非必需消费品公司，不仅需要对顾客口味的变化作出快速反应，而且还要能预测这种变化趋势，并且好好加以利用。比如在零售业中，一个具有预测来年时尚趋势的能力的管理团队将颇受欢迎。管理层需要什么行业经验呢？该管理团队管理这类公司有多久了？管理团队的流转率在业内是否过高？

销售利润率：销售利润率是增加还是缩减了？为什么？该公司是否曾用高价来抵消高成本？与同行相比，它的销售利润率如何？要知道，有些公司为了平滑短期收益，会削减广告预算——这是一个常见的战术，但在长期内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会有负面影响。仅仅只看高销售利润率不能说明任何问题，因为有些行业历来就比其他行业具有更高的销售利润率——这是众所周知的事情，而且股票价格也会将此考虑在内。应该单独仔细分析资产负债表上的费用项目。而销售、管理和行政费用以及研发成本之类的项目，应该基于行业规范来进行分析。

监管：监管如何影响公司的运营？公司目前是否处于一个宽松的监管环境？监管制度将如何变化？看看你所关注的公司是否曾经由于政府或安全组调查而召回任何产品。

立法：是否存在法律上的风险？包括版税、意外所得税、环境法规、价格限制、劳工法、补贴、出口税、关税和资产国有化。区域贸易协定在区分各种非必需消费品的市场准入方面非常重要。



本章回顾

股票选择并没有看起来的那么复杂。在自上而下的投资过程中，股票是一项基本工具，可用它来抓住我们在上层主题中识别出的机会。一旦识别出有利可图的市场部分，我们便可以试着通过识别公司的战略特征，找出最可能超越同行的公司。股票选择的五步法只是众多公司研究方法中的一个。在自上而下的分析过程中，它提供了一个有效的选择股票的分析框架。

在研究非必需消费品公司时，不要局限在本章所提出的这些问题——它们只是一些帮助投资者区分公司的工具。提出的问题越多，分析就越有深度。

- 股票选择是自上而下投资法的第三步，也是最后一步。这一步试图识别出将从上层投资组合主题中受益的股票。
- 最终，股票选择试图发现尚未体现在价格当中的机会。
- 为了识别出哪些公司最可能超越其同行，我们必须找出那些拥有竞争优势（也叫做“战略特征”）的公司。
- 选择股票的五步法可以用做分析公司的框架。
- 每个行业内的公司都具有一定的特点或者战略，这些特点或战略可以区分潜在的赢家和输家。提出正确的问题有助于识别这些特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

非必需消费品投资策略

在这一章中，我们要讨论各种非必需消费品投资的策略，包括如何在市场周期内进行投资。这些策略包括：

- 在行业和子行业层面增加价值。
- 在证券层面增加价值。
- 在非必需消费品板块的低迷时期增加价值。

尽管这里提及的策略并不全面，但是它们为构建一个投资组合提供了很好的起点，能够增加跑赢非必需消费品基准的可能性。它们也能激发你提出一些关于投资策略的自己的想法。毕竟，使用这一框架来发现其他人很少能发现的信息，正是投资的精妙所在。

策略一：在行业和子行业层面增加价值

第一个策略就是，基于你的市场展望和分析来增持和减持非必需消费品行业或子行业的股票。在非必需消费品板块中，每个行业和子行业都会频繁地起起落落——没有哪个领域能够长期领先。即使整个板块表现良好，但行业或子行业之间的表现也会有所不同。

我们通过表 9－1 来看看 1995～2008 年 MSCI ACWI 指数的非必需消费品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业的表现。我们从1995年的行业数据开始，因为这是提供同比增长数据最早的一年。每年的行业总收益都会与非必需消费品板块的总收益相比较。黑体部分意味着行业表现超过了整个板块。

表9－1 MSCI ACWI 指数中非必需消费品行业总回报

年份	非必需消费品板块（%）	汽车及零配件（%）	消费耐用品和服装（%）	消费者服务（%）	媒体（%）	零售（%）
1995	11.6	5.2	10.3	**20.9**	**21.1**	9.4
1996	12.9	**23.0**	3.1	**14.8**	**13.4**	10.4
1997	8.4	5.3	－10.5	3.5	**20.1**	**19.3**
1998	24.2	11.7	7.5	17.7	**24.6**	**48.5**
1999	35.1	13.7	**63.8**	6.0	**43.5**	**38.6**
2000	－24.0	**－23.0**	－24.1	**－14.8**	**－19.6**	－29.0
2001	－9.6	**－7.4**	－18.4	－10.2	－18.2	**6.9**
2002	－21.7	**－7.3**	**－13.1**	**－16.5**	－32.4	－22.9
2003	38.5	**41.9**	32.0	**49.5**	31.2	**43.0**
2004	15.6	12.2	**16.5**	**32.9**	6.7	**22.0**
2005	2.6	**10.2**	**8.9**	**3.0**	－6.9	**3.7**
2006	20.9	**28.9**	14.1	**24.9**	**26.5**	12.1
2007	－1.9	**6.9**	**－0.3**	**3.3**	－6.2	－9.1
2008	－42.1	－48.8	－47.1	**－34.0**	**－39.6**	**－37.7**
年化收益	2.2	2.3	－0.2	4.7	1.4	4.7
累积收益	39.2	41.4	－2.7	99.3	22.4	99.2
标准差	23.1	22.3	26.4	21.9	25.4	26.1

资料来源：汤森路透

本书所涉及的公司基本状况、主题和驱动因素可以在整个时期看到，尤其是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **汽车及零配件业：**2000～2007年的表现都超过了整个板块（2004年除外，该年的表现与板块表现相同）。在这期间，全球汽车销售大幅增长，带来了丰厚的利润和回报。
- **消费服务业：**2002～2008年的表现都超过了整个板块，主要是因为麦当劳表现极佳，它占到指数权重的30%。在此期间，麦当劳实行了一个重要的结构调整与扩张计划，大大提高了销售量和盈利率。
- **媒体业：**2001～2005年表现不如板块，最初是因为经济疲软，接着是电影和音乐等销量的减少，时代华纳、威望迪和迪士尼深受其害。
- **零售业：**1997～1999年，以及2003～2005年这两个时期的大部分时间表现超群，因为这些时期的经济增长促进了收益的增加。而且，由于房市繁荣，人们对家居改善产品的需求很大，行业巨头家得宝从中获益不少。
- **耐用消费品和服装业：**其表现与板块表现最不一致，也最不稳定。这是因为该行业组的经营杠杆很高，而且平均市值低。

最后，你根据基准对某个子行业所作出的增持或减持决策，应该符合你的上层投资组合驱动因素。

根据本书所谈及的主题和驱动因素，你现在应该对驱动股市回报的基本因素和用于追踪其未来走势的工具有了深入的了解。注意，一定要记住，过去的表现并不能代表未来的表现。没有哪套规则能够永远有效，在每次投资之前你都要分析整个形势——从人们对供求关系变化的预期开始。过去的表现只能用于理解背景和准备工作——而不是通往未来的地图。

如何增持和减持子资产配置

一旦你对板块的基本面进行了评估，并且回报作出了预期，接下来的两步程序是为了增持和减持行业或子行业配置。

1. 确定该类别中各行业或子行业的权重，并将之与基准权重进行比较。你的赌注大小应该与你的信心强烈程度保持一致。如果你不是很有信心，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就根据基准投入少量的资金。当你掌握了其他人没有的重要信息时，可以投入较多的资金。但是不要下太大的赌注，因为如果你错了，相对于基准而言，你的投资组合回报将遭受不可挽回的损失。

2. 确定你将如何进行配置。你可能有几个备选方案。如果你觉得你对股票并没有特别的洞察力，干脆就购买该类别中的所有股票。你也可以买一些具有代表性的股票，要么是该类别中最大的，要么是与该类别最相关的。你还可以购买包含这一类别的 ETF 基金或者共同基金。或者，你还可以通过证券选择策略来增加额外的价值。

行业手册

板块及其组成部分都是动态的，基本法则随着时间而改变。以下是一个快捷的行业手册，简要分析了每个非必需消费品行业，以供参考。

媒体业

- 媒体公司很容易从经济增长中受益，因为经济增长能够促进广告和家庭娱乐的销售，并由此提高了媒体公司利润。
- 电影和娱乐业是最大的子行业，它与整个经济趋势联系紧密。有线和卫星广播公司由于其收入基于收视量，所以更不易随经济形势而变化。
- 广播电视公司（电视台或电台）和当地的广告支出相关。当地主要的广告购买者是汽车制造商和金融公司，这使得广播公司要面对汽车和金融行业的风险。

汽车业

- 汽车是大多数消费者的大件消费品，这与情绪、经济增长、利率相关。利率影响使用信贷来购车的能力。
- 在评估汽车制造商时，原材料和汇率也应该考虑进去，因为这两者都是显著影响其受益的潜在因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 同样，了解劳工关系和政府干预也是很重要的，因为它们是除需求之外影响盈利能力的两大因素。

专卖零售业

• 众所周知，专卖店的收益取决于消费者支出，但评估其服务的终端市场也很重要。例如，家得宝公司与房屋更新率的联系比消费者支出更密切。

酒店、餐饮和娱乐业

• 商务活动频繁，旅游成本较低的时候，人们对酒店的需求是最强劲的。特别是在新兴市场，全球经济发展对酒店业非常有利，因为新建筑可以拓展销售量和利润空间。

• 餐饮业主要受益于消费者支出和低成本原料，比如牛肉、鸡肉、小麦和奶制品等成本降低的时候。

• 娱乐业占这一板块的很小部分。尽管能从经营赌博中获得相对稳定的收入，但这些娱乐公司在修建度假村和娱乐场时通常要承担繁重的债务，所以其收入常常不稳定。

家庭耐用品

• 电子消费产品是该行业最大的组成部分，由消费者支出趋势、革新情况和新兴市场发展来驱动。这类公司主要分布在日本和东南亚，特点是具有很高的研发投入和经营杠杆，元件的供需以及汇率波动较大。

• 该行业的其他成员是住宅建筑商和其他家电及家居装饰制造商，它们与房屋需求有密切关系。这些公司规模较小，而且又具有较高的经营杠杆，所以表现经常不稳定。

纺织品、服装和奢侈品业

• 纺织品和服装制造商的收益，与零售商对存货的需求有密切的联系。因此，股票价格受到零售商的经营状况、地方劳工成本以及总体的经济形势的影响。

• 奢侈品的需求比大众市场的需求更具弹性，因为奢侈品的消费人群比较富有。全球经济增长使这些公司受益，因为经济增长，有钱人也随之增多了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百货零售业

• 百货商店往往在经济周期之初表现优异，主要依靠消费者支出和家装家电需求的提高。经济增长可以促进这个影响。

• 一般零售商越来越喜欢打折销售。在经济低迷时期，消费者转向购买更便宜的物品，使这些公司从中受益。

汽车零配件业

• 汽车零配件生产商受到汽车制造商的显著影响。这些公司通常规模较小，而且经营杠杆较高，往往依靠债务融资来进行生产。

• 由于对更换零配件的需求会受到旧车使用年限和需求市场的影响，拥有巨大的零部件市场的制造商可能会因为新车需求的降低而受益。此外，零部件市场的利润率较大。

休闲设备及相关产品业

• 这部分具有高度的选择性（弹性），因此，总体而言，它比板块中其他行业的波动性更大。运动产品的需求是由一些体育盛事来驱动的，比如世界杯、奥运会等。然而，这种购买很容易推迟。

• 这部分只占整个板块的很小比重。

综合消费者服务业

• 这类公司与经济增长没有什么关系，或者没有直接的关系，其驱动因素主要是一些公司层面需求因素。

• 最例外的就是教育业。当就业人数下降的时候，该行业往往会受益。由于工作岗位稀缺，消费者通常会回到学校进修，以获得更多的证书。

经销商

• 这是该板块最小的一部分，由一两家公司主导。在经济增长缓慢或者公司在购买存货或者供应链方面有融资困难时，经销商能从中受益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略二：在证券层面增加价值

基于盈利的特定驱动因素在某个子行业内对公司进行投资，必须要有一种更先进的策略。这个策略应该是基于对经济因素的不同观点，这些因素包括经济增长、消费者支出、利率、产品成本或者所有这些的某种结合。比如，如果你认为经济增长势头强劲，但是由于利率过高，房地产需求可能减弱，你可以：

- 买入媒体公司，卖空住宅建筑公司。
- 买入服装零售店，卖空家居改善零售店。
- 买入媒体公司，卖空大量依靠债务的耐用消费品制造商。
- 买入无债务的耐用品制造商，卖空通过债务融资的耐用品制造商。
- 买入有高质量信用卡投资组合的零售商，卖空受房屋建筑影响较大的工具制造商。

这只是一些例子。在该子行业里还可以采取许多其他战术。谨记：运用卖空等战术不适合初学者，它要求投资者具有敏锐的眼光。当你对具体的非必需消费品公司及其所在行业更加熟悉之后，最终你可以创造出自己的策略。要时刻警惕公司特异性问题，因为它可能会使股票走势与你在更广泛的策略分析中所预期的不一样（关于如何选择个股，务必再看看第八章）。

策略三：在非必需消费品板块的低迷时期增加价值

本书的大部分内容都在讨论影响非必需消费品板块及其行业走向的驱动因素。但是，是什么导致非必需消费品股价的下跌呢？没有哪个板块和行业能一树长青。股票市场最终会发现所有带来超额回报的机会，以及板块领头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

羊的变化。所以，要不断地审视所有的驱动因素，并习惯性地质疑你的上层投资组合主题，这一点非常重要。

导致非必需消费品板块低迷的一个明显刺激因素是消费者支出的下降。记住，当消费者支出开始降低的时候，非必需消费品股票可能已经开始走低——股票是最终的重要指示器。有很多能够显示消费者支出下降的迹象：

- 非农就业人数增长开始减缓，同时失业率上升。
- 工资增长跟不上通货膨胀。
- 由于就业形势严峻、实际工资下降、税赋升高，或者是以上各种因素的结合，可支配收入的增长开始减缓。
- 由于利率上升和贷款能力的消耗，消费者购买大件物品的能力下降了。
- 情绪调查报告认为消费者越来越不想花钱（记住，情绪调查是滞后的）。

同样，投资者对周期性股票的偏好可能会减弱，其原因可能是以下任何一种：

- 预期全球经济增长有所减缓。
- 预期将有熊市。
- 对周期性资产的估价不如其他投资有吸引力。
- 越来越严重的全球通胀。
- 中央银行从紧的货币政策。

如果你的分析让你相信非必需消费品股票在未来 12 个月里会深陷泥潭——出于以上这些原因，你要么可以减少或者消除对非必需消费品公司的投资，要么可以在投资组合中采取防御性措施，这两种办法可能都是合适的。

如何实施你的策略

至于减持决策，相对于基准你应该减持多少，这取决于你的信心程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你不看好该板块，你可以：

- 卖掉非必需消费品股票，以降低投资组合对于非必需消费品板块的风险。
- 买入对经济不那么敏感的非必需消费品子行业，如有线和卫星广播公司，或者是反周期的子行业，比如教育服务。
- 买入 SZK 和/或 SCC 之类的交易所交易基金产品。但要小心，这些基金杠杆率较高，当基础证券盈利时，它们亏损，而且亏损幅度被放大了两倍。如果你有坚定的信心，并且是正确的，这些基金可以为你带来丰厚的收益；但如果你的预测是错误的，那么过多买入高杠杆的交易所交易基金可能会影响到你的整个投资组合的相对收益。
- 买入非必需消费品股票的看跌期权，或卖出该类股票的看涨期权。
- 买入非必需消费品指数的交易所交易基金（即 XLY 或 VCR）。

卖 空

如果在分析了非必需消费品的驱动因素之后，你觉得整个板块的前景都是消极的，有一个办法可以减少损失，那就是卖出你所有的非必需消费品股票。然而，当股票下跌的时候，还有一些投资战略可以让你赚钱。卖空允许你借入你并不拥有的股票，并可以立即卖出。

你所借入的股票属于借出方（通常是经纪人），他有收回股票的自主权。如果股价下跌，你可以较低的价格把原来的股票买回来，再将之还给借出方（也称为“对冲”），这样可以挣得价差（净交易成本）。

但是要小心！你的潜在盈利空间是有限的（股价只能降到零，不可能为负），而你的损失却是无限的，因为股价可以一直往上涨——届时，你可能必须用高价买回股票，以偿还原来借用的股票。同样，如果你卖空的股票继续上涨，借出方可能会强迫你马上对冲你的股票，由此给你带来损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于潜在的杠杆作用，只有经验丰富的投资者可以使用期权策略。卖空也是一个更复杂巧妙的策略。记住，偏离你的基准太远可能会有很大的风险。只有当你坚信你知道一些别人不知道的信息时，你才可以这样做。



本章回顾

我们不可能在本书中列出适用于非必需消费品板块的所有投资策略。不同策略适用于不同时期。有些将会过时，有些将被发现。无论你选择哪种策略，要认识到你可能会错。根据基准重仓增持或减持某个子行业股票，或者运用卖空或期权策略时，应该基于一系列的因素，包括风险评估。根据基准进行投资的核心在于适当的多样化，因此务必在你的投资组合中保持反向策略。

- 投资非必需消费品板块有很多方法，包括指数投资、共同基金投资和直接购买股票。
- 基于各种上层驱动因素，投资者可以增持或减持非必需消费品板块的股票，以此增加你的投资收益。比如，在经济增长势头强劲时期，有线和卫星广播业往往不如媒体的其他子行业好。
- 如果你对投资前景持悲观态度，有几个方法可以减少投资损失，甚至可以盈利。这些方法包括：减少对该板块股票的购买，投资反向交易所交易基金，或者买入非必需消费品股票的看跌期权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费希尔投资系列：

《能源投资》
《材料投资》
《必需消费品投资》
《非必需消费品投资》
《工业投资》
《新兴市场投资》

《费希尔投资系列》旨在为个人投资者、有抱负的投资专家，以及广大学子提供一种理解和分析投资机会——主要是全球股票投资——的必要工具。该系列中的每本指导书都是通俗易懂的启蒙读物，能够帮助读者了解全球股票市场中的经济行业、区域和其他组成部分。而本书特别关注于非必需消费品领域，其基本的投资分析方法适用于全球股票市场的任何板块，无论当前的宏观经济环境如何。



Discretionary Consumer Investment







Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal

www.wiley.com

www.publish.citic.com
定价：32.00元